



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

법학석사 학위논문

중국 내부자거래 규제에 대한 연구

- 규제방식의 개선을 중심으로 -

2017 년 8 월

서울대학교 대학원

법과대학 법학과 상법

이선화

국문초록

내부자거래란 내부자 및 불법적으로 내부정보를 취득한 자가 내부정보를 이용하여 증권거래활동을 행하는 것을 의미한다. 내부자거래는 증권시장의 공정원칙에 위배되고 일반투자자들의 공정하게 정보를 취득할 수 있는 권리를 침해하는 행위이기에, 실무경제에 부정적 영향을 끼칠뿐만 아니라, 자본시장의 기반에 중대한 손해를 야기하고 더 나아가 한 나라의 자본시장을 파괴할 수 있다. 때문에 이에 대한 규제가 필요하다.

중국의 경우, 1990년 11월 26일 상해증권거래소의 성립을 기점으로 증권시장이 비교적 늦게 시작되었지만, “형법”, “증권법”, “회사법”, “주식발행과 거래관리에 관한 임시규정” 등의 법률과 행정법규를 통해 내부자거래를 규제하고 있다.

그러나 중국 증권감독관리위원회에서 공시한 2005년부터 2015년까지의 증권사기행위사건에 대한 통계와 2016년의 사업보고서에 의하면 십여 년 동안 내부자거래사건은 거의 존재하지 않는 상황으로부터 증권사기사건의 50%에 임박하는 비중을 차지하게 되었다. 이와 같이 내부자거래의 사건수가 부단히 증가하고 있는 동시에 구체적인 사건을 살펴보면 내부자의 범위도 부단히 확대되고 거래의 수단도 다양해지고 있어 규제난이도가 점점 높아지고 있다.

이런 상황에 비추어 중국의 내부자거래에 대한 규제현황을 분석하고 법률규정에 존재하는 문제를 찾아내며 이에 대한 개선방안을 제기하고 싶은 것이 본 논문의 가장 기본적인 취지이다. 또한 자본시장이 발달한 다른 나라들에서 같은 문제에 대한 규제방식과 규제연혁을 공부함으로써

중국과의 차이점을 분석하고 경험을 참고하면서 중국 현재의 내부자거래
규제의 구성요건상 하나하나의 부족점을 분석하고 이런 문제가 존재하는
원인과 앞으로의 규제방향을 제기하고자 한다.

주요어 : 중국 내부자거래 내부자 자본시장 비교법

학 번 : 2015 - 22337

목 차

I. 서론.....	1
1. 연구목적.....	1
2. 연구방법.....	2
II. 내부자거래의 규제이론	2
1. 내부자거래의 개념.....	2
2. 규제의 필요성과 찬반론	4
2.1 규제의 반대론	4
2.2 규제의 찬성론	5
3. 구성요소.....	6
3.1 내부자	6
3.2 내부정보	7
3.3 내부자거래 행위.....	8
4. 내부자거래에 대한 각국의 규제방식.....	9
4.1 미국	9

4.2 EU	17
4.3 일본	22
4.4 한국	26
5. 소결론	32

III. 중국 증권사기행위에 대한 규제체제와 내부자거래 현황33

1. 증권사기행위의 종류와 구분개념	33
1.1 증권사기행위의 종류	34
1.2 구분개념 - 미공개정보이용거래죄와의 구분	37
2. 내부자거래의 현황	40
2.1 내부자거래 사건수의 현황	40
2.2 내부자거래 행위주체의 유형	42
2.3 내부정보의 예	44
2.4 내부자거래의 행위유형	45
2.5 내부자거래에 대한 처벌현황	46

2.6 소결론	47
3. 중국에서 내부자거래에 대한 규제연혁	51
IV. 중국 내부자거래의 구성요건과 규제기관	55
1. 내부자거래의 유형	55
1.1 내부정보를 이용한 거래	56
1.2 내부정보를 누설	57
1.3 내부정보에 근거하여 타인에게 거래를 권유	57
2. 내부자의 범위	58
3. 내부정보	61
4. 금지대상 행위	64
5. 대상증권	68
6. 인과관계	69
7. 규제기관	71
8. 소결론	72
V. 중국에서 내부자거래에 대한 제재	74
1. 현행법에서의 제재방식	74

1.1 민사책임	74
1.2 행정책임	75
1.3 형사책임	76
2. 문제점 및 입법적 시사점.....	77
2.1 민사책임 및 손해배상액의 산정	77
2.2 형사처벌을 가중화	81
2.3 내부자거래 민사배상을 형사부대민사소송의 범주에 포함	83
VI. 중국 내부자거래 규제의 개선	83
1. 통합적인 내부자거래 규제체제의 구축	83
2. 내부자거래에 대한 예방감시체제의 건립	87
3. 상장회사의 정보공시제도와 사전등기체제의 개선	89
참고문헌	91
Abstract	93

I. 서론

1. 연구목적

내부자거래¹란 내부자 및 불법적으로 내부정보를 취득한 자가 내부정보를 이용하여 증권거래활동을 행하는 것을 의미한다. 내부자거래 행위는 자신이 보유하고 있는 내부정보를 이용하여 기타 투자자들이 공개적 경로를 통하여 내부정보를 취득하기 전에 주식이나 기타 증권을 양수도하여 불법이익을 얻는 행위를 가리킨다. 내부자거래 행위는 증권시장의 공정원칙에 위배되고 일반투자자들의 공정하게 정보를 취득할 수 있는 권리를 침해하는 행위이기에, 실무경제에 부정적 영향을 끼칠뿐만 아니라, 자본시장의 기반에 중대한 손해를 야기하고 더 나아가 한 나라의 자본시장을 파괴할 수 있다.

중국의 경우, 1990년 11월 26일 상해증권거래소의 성립을 기점으로 증권시장이 비교적 늦게 시작되었지만, “형법”, “증권법”, “회사법”, “주식발행과 거래관리에 관한 임시규정” 등의 법률과 행정법규를 통해 내부자거래를 규제하고 있다.

비록 중국 증권시장의 시작은 늦었지만 내부자거래에 대한 연구는 그 시작부터 활발하게 진행되고 있었다. 필자는 중국 국내외 학자들의 내부자거래에 대한 연구를 바탕으로 현재 중국 증권시장에서 존재하는 내부자거래의 현황과 법률규제

1 ‘내부자거래(内幕交易)’라는 용어에 관하여, 한국에서는 일찍 1997년 증권거래법의 제 13차 개정시 제 188조의 2의 제목을 ‘내부자거래’에서 ‘미공개정보이용행위’로 변경을 한 뒤로 ‘미공개정보이용행위’라는 용어를 사용하고 있으나 중국에서는 1993년에 “주식발행과 거래관리 임시시행조례”와 “증권사기행위금지임시방법” (이하 “임시방법”)에서 처음으로 내부자거래에 대한 규제를 언급하기 시작할 때부터 지금까지 ‘내부자거래(内幕交易)’라는 용어를 쓰고 있다. 또한 중국의 현행 형법 제 180조의 제 1항과 제 2항에서는 별도로 ‘내부자거래 및 내부정보누설죄’와 ‘미공개정보이용거래죄’를 규정하고 있기 때문에 본 논문에서는 ‘내부자거래’라는 용어를 사용하고 있다. ‘미공개정보이용거래죄’와의 자세한 구분내용은 본문 제 3장에서 설명하고 있다.

및 판례에 대한 분석을 통하여 존재하는 문제점을 파악하고 내부자거래를 규제함에 있어서 이론적 근거와 현실적 건의를 제공하고 이를 통해 중국의 내부자거래 규제에 대한 개선방안을 모색하고자 한다.

2. 연구방법

내부자거래에 대해서는 법학에서 뿐만아니라, 경제학과 사회학 등 여러 분야의 많은 학자들이 관심을 가지고 연구하는 대상이기에 이에 대한 여러 논의가 존재하여 왔다. 현재 대부분의 나라들에서는 모두 내부자거래를 금지하는 법률을 제정하여 이를 규제하고 있다. 본 논문은 기존 학자들의 연구와 각 나라의 제도를 바탕으로 비교법적 분석, 문헌연구 및 판례분석 등 방법을 사용하여 각 나라에서 내부자거래에 대한 제도를 비교 분석하여 중국에 대한 시사점을 찾아보려 하고자 한다.

II. 내부자거래의 규제이론

1. 내부자거래의 개념

내부자거래는 증권시장의 형성초기로부터 나타났다. 외국에서는 내부자거래에 대하여 일반적으로 부정적 태도를 취하고 있고 법적으로 이런 행위를 규제하려고 한다. 하지만 내부자거래에 대한 정의에 관하여서는 각국에서 상이한 개념을 가지고 있기에 이에 대한 통일적 정의를 내리기에는 어렵다.

내부자거래를 최초로 규제한 미국의 경우에도 1984년 이전에는 내부자거래라는 용어조차 사용하지 않았고 이후 여러 판례를 통해 내부자거래에 대한 개념이 점차 구체화되고는 있었지만 여전히 명확한 개념정의는 없다. 구체적으로 살펴볼때 내부자거래 행위에 대하여 모두 불법행위로 규정하지는

않았고 여러 형태로 분류하여 규제를 하였다. 예컨대 한 회사의 내부정보자가 거래를 행하기 전에 해당 거래사실을 미국증권거래위원회(SEC)에 먼저 보고하고 대외적으로 공개된 정보를 이용하였다면 이런 거래행위는 여전히 합법적으로 인정되었다. 반대로 한 회사의 내부정보자가 SEC에 보고하지 않은 상황에서 공개되지 않은 중대정보를 이용하여 거래함으로써 이익을 취득하는 행위는 불법행위로 인정되었다. 이런 상황은 상장회사의 이사, 감사, 고위관리직인원 및 그들의 친속에게도 적용될 뿐만 아니라 또한 미공개중요정보와 관련되는 법률사무소, 회계법인, 증권업자 등도 포함되었다. 동시에 미공개정보를 도용하여 이익을 추구하는 공무원 등의 행위주체에도 적용되었다.

EU의 경우 2003년부터 실시한 “시장남용지침”(Market Abuse Directive, MAD 2003/6/EC)에서는 내부자거래를 유가증권 발행자의 이사회, 감사위원회, 집행임원위원회의 임원, 유가증권발행자의 주식을 보유하고 있는 인원, 및 업무 혹은 의무의 이행을 통하여 정보에 접근할 수 있는 인원과 범죄를 통하여 정보에 접근할 수 있는 인원 등이² 고의적으로 금융상품의 발행자나 금융상품과 직접, 간접적으로 연관된 공개되지 않은 정보, 혹은 해당 금융상품과 연관된 파생금융상품의 가격에 중대한 영향을 미치는 정보³를 이용하여 진행되는 거래행위라고 정의하였다. 이런 정의로부터 볼 때 EU에서 내부자거래를 인정함에 있어서의 세 가지 구성요건을 알 수 있다. 즉 특정된 주체, 주관적 고의 및 공개되지 않은 거래가격에 중대한 영향을 일으킬 수 있는 내부정보를 이용하는 것이다. 그러나 불법적 수단으로 내부정보를 취득하거나 누설한 자 또는 내부정보자가 권유한 거래자 등 특정된 주체에 대하여서는 법적으로 명확히 금지되지 않았다. 이런 정의는 과도하게 포괄적이었기에 실무상 입증하기 어렵고 그 효과가 선명하지 못하였다.

전술한 바와 같이 내부자거래에 대한 각 나라의 정의는 상이하지만 아래와 같은 몇 가지 공통점을 갖고 있음을 알 수 있다. 즉 첫째, 내부자거래의 행위주체가 존재하여야 하고 둘째, 공개되지 않은 중요한 내부정보를 취득하여야 하고 셋째, 거래행위가 있어야 한다. 이에 대하여 필자는 내부자거래란 내부정보를 보유하고

2 Article 2(1) MAD.

3 Article 1(1) MAD.

있는 내부자가 내부정보를 이용하여 증권거래를 행하거나 해당 정보를 타인에게 누설, 또는 해당정보를 이용하여 타인에게 증권거래를 행하도록 권유하는 등 행위라고 판단한다.

2. 규제의 필요성과 찬반론

자본시장의 중요한 기능은 시장의 수단으로 사회자원에 대하여 재배치를 진행하는데 있다. 시장의 모든 참여자들이 적시에 공정하게 정보를 공유할 수 있는지 여부는 한 시장의 효력을 평가하는 근거이자 투자자들에 대한 기본적인 보호이다.

내부자거래에 대하여 세계적으로 법학, 경제학 등 여러 분야의 많은 학자들이 관심을 가지고 연구하는 동시에 이에 대한 논의도 많이 존재한다. 미국을 위주로 하는 외국의 관련 연구들을 살펴보면 내부자거래에 대해 입법규제를 시작하면서부터 내부자거래의 금지여부에 대한 논의가 끊기지 않았다. 아래 이와 같은 규제의 찬반론에 대하여 비교를 진행하면서 내부자거래를 규제하여야 하는 필요성에 대하여 논의해보려고 한다.

2.1 규제의 반대론

규제반대론의 대표적 학자는 미국의 Henry Manne이다. 그는 시장의 공정성보다는 효율성을 더 중시하면서 내부자거래가 시장에 긍정적 영향을 끼칠 가능성도 존재함으로 합법성을 인정받아야 한다고 주장하였다.⁴ 그의 주장⁵은 다음과 같이 요약할 수 있다.

첫째, 내부자거래는 증권가격이 모든 관련 정보를 정확하게 반영할 수 있도록 하여, 시장의 효율성을 향상시킨다고 하였다. 그러나 증권가치에 대한 내부자의 평가가 잘못된 것으로 드러나는 경우에는 내부자가 경제적 손실을 초래할 수 있고

4 김건식, 송옥렬, 미국의 증권규제, 홍문사(2001), 346 면.

5 Henry Manne, Insider trading and stock market, 1966, p113 부터 참조.

내부자거래가 주가변동에 실제로 영향을 주는지 여부는 아직 실증적으로 확인되고 있지 않다.

둘째, 그는 내부자거래의 합법화가 증권거래에서 본인과 대리인 사이의 갈등을 해결할 것이라고 생각하였다. 이러한 이론은 내부정보의 남용 가능성을 이사보수의 한 유형으로 보아야 한다는 생각을 바탕으로 하였고 내부정보는 기업이 위험을 감수할 때에나 생기는 것이므로 내부자거래의 합법화는 이사로 하여금 위험을 감수하도록 장려하는 것이고 동시에 이런 거래중에서 손해 보는 자가 존재하지 않는다고 주장하였다. 그러나 회사가치의 증가에 직접적 기여를 한 경영진만 내부자거래를 행할 수 있도록 제한하는 것은 현실적으로 극히 어렵고 경영진이 불리한 내부정보를 숨기고 주식을 매각하는 경우, 경영진이 얻은 이익이 회사가치를 증가시킨 것에 대한 보상으로 정당화하기 어렵다. 때문에 Manne의 관점은 치명적 결함이 존재하여 규제 반대론은 폭넓은 지지를 받지 못하였다.⁶

2.2 규제의 찬성론

내부자거래에 대한 기존의 규제는 상당 부분 그 불공정성 내지 부도덕성에 대한 반감에서 비롯된 것임을 부정할 수 없다. 그러나 내부자거래는 앞서 제기된 사회적 효율성의 관점에서 보더라도 다음과 같은 문제점을 가지고 있다.⁷

첫째, 내부자거래는 투자자의 이익을 해치게 된다. 즉 정보의 확산에 관련되어 내부자는 정보공시에 앞서 증권을 거래하고자 하므로 정보공시가 지연된다. 따라서 내부정보가 공시되지 않은 상태에서 거래한 자는 내부정보가 반영되기 전의 주가와 반영된 후의 주가와 차액만큼 손해를 보았다고 할 수 있다.

둘째, 내부자거래는 시장에 대한 투자자들의 신뢰를 해치게 된다. 내부자거래가 전면적으로 허용된다면 이는 일반인의 정의 관념에 위배되기에 내부정보에서 소외된 일반투자자들의 시장에 대한 불신을 초래하여 증권시장을 떠날 가능성이 높다.

6 김건식, 송옥렬, 미국의 증권규제, 홍문사(2001), 346 면.

7 위의 책 348-351 면 참조.

셋째, 내부자거래는 증권을 발행하는 회사를 해치게 된다. 우선 내부자거래는 발행회사의 업무수행을 방해할 가능성이 있다. 예컨대 다른 회사에 대한 적대적 인수를 계획 중에 있는 회사의 내부자가 비밀리에 대상회사에 대한 주식을 매수하여 개인적 이익을 취득하려고 할 때 내부자의 주식매수는 대상회사의 주가상승을 초래할 수 있고 이런 경우에 경영권 장악에 필요한 자금규모가 증가하게 된다. 또한 내부자거래는 발행회사의 명성을 해칠 수 있는데 회사의 주식이 내부자거래의 대상이 되고 있다는 점이 널리 알려지면 투자자들의 그 회사주식의 거래를 기피할 것이고 이런 경우 회사는 자금조달비용이 상승하게 되기에 손해를 볼 수 있다.⁸

넷째, 내부자거래는 정보소유자의 재산권을 침해하는 행위이다. 이 이론에 따르면 내부정보는 회사의 소유물로서 내부자가 임의로 이용하여 이익을 취득하는 것은 마치 절도나 횡령과 동일하다는 것이다. 그러나 이렇게 정보의 소유권을 강조하게 되면 내부자거래의 규제가 임의의 규정처럼 되기에 규제의 논거로는 부적당하다고 볼 수밖에 없다.

3. 구성요소

3.1 내부자

내부자는 내부자거래의 기초이다. 모든 거래는 사람이 행하고 있기에 이 또한 내부자거래 행위인이라고 한다. 그들은 이익을 추구하기 위하여 시장공개성과 공정성을 파괴하고 있기에 반드시 법률로써 규제하여야 한다.

내부자에 대하여 외국에서는 아래와 같은 세 가지로 분류하고 있다. 첫 번째 유형은 전통적 내부자, 두 번째는 내부정보를 유용한 자, 세 번째는 기타 권한을 이용하여 내부정보를 취득한 자 이다. 이와 같은 분류는 두 가지 문제점이 존재하고 있다.

8 김건식. 내부자거래규제의 이론적기초[J]. 2000년 11월 3일, 증권거래소증권학회 증권정책심포지엄 발표자료, p6.

첫째, 전통적 내부자에 대하여 제재하는 데에 대하여 논의가 없지만 내부자의 구체적 인정범위에 대하여 상이한 견해가 존재한다. 예컨대 미국에서는 상장회사의 이사(director), 임원(officer), 10%초과하는 실질적 주주(beneficial owner) 등을 내부자로 인정하고 있다. 싱가포르의 규정에 의하면, 미국에서 규정한 전술의 인원 이외에 회사와 일 년 이상의 업무관계가 존재하는 관련 인원들도 포함된다고 하였다. 대만의 경우 내부정보자를 진일보로 전통적 내부자와 준내부자 두 가지로 분류하고 있다.

둘째, 내부정보를 유용하는 자와⁹ 기타 권한을 이용하여 내부정보를 취득한 자에 대하여 비교적 큰 논의가 생기고 있는데 이는 주요하게 내부자의 친속이 내부자에 속하는지 여부 및 정부규제기관, 법률사무소, 회계법인 등이 포함되는지 여부등이다. 이에 대한 외국의 규정도 상이한데 미국에서는 전술한 인원들에 대하여 거래금지규정을 실행하고 하였다.

3.2 내부정보

내부정보는 내부자거래에서의 핵심사항이다. 거래시장 중에서 임의의 내부자거래는 모두 내부정보로부터 시작된다. 때문에 내부정보의 범위를 확정하여야 한다.

이 문제에 대하여 먼저 내부정보의 정의를 살펴보려고 한다. 내부자의 범위와 마찬가지로 외국에서 이에 대한 정의도 상이하게 규정하고 있다.

미국의 경우, 내부정보의 요건에 대하여 구체적 규정은 없지만 SEC의 효율적시장가설(Efficient Markets Hypothesis)은 이에 대하여 중요한 영향을 일으키고 있다. 이 가설에 의하면 한 회사의 중요한 정보가 부분적 투자자에게만 알려져 이런 투자자들이 당해 중요한 정보를 이용하여 투자를 행하여 당해 회사주가에 변동을 일으킬 수 있다면 당해 중요한 정보는 내부정보로 인정된다고 하였다. 이런 가설로부터 보다시피 내부정보는 반드시 다음과 같은 두 가지 요건을 갖춰야 한다. 즉 정보가 비공개성을 가지고 있어 소수 인원들에게만 알려지고 당해

9 杨亮. 内幕交易论[M]. 北京大学出版社, 2001, 199.

정보가 주가에 중대한 영향을 일으킬 정도로 중요하다는 점이다.¹⁰

EU의 경우, “내부자거래지침(Insider Dealing Directive)”은 내부자거래에 대하여 일정한 정의를 내렸는데 본 지침에서는 거래 중에서 대외적으로 공개되지 않은 내용이 포함되고 만약 이런 내용이 대외적으로 공개되면 당해 거래가격에 결정적 영향을¹¹ 일으킬 수 있다면 내부정보로 인정한다고 하였다. EU의 범위한정은 정보의 비공개성, 중요성, 연관성 등 세 가지 특징으로 개괄할 수 있다. EU의 구체적인 규제는 이하 4.2에서 소개하려고 한다.

3.3 내부자거래 행위

내부자거래 행위란 객관적으로 내부인원이 증권을 거래하거나 내부정보를 타인에게 누설하여 증권을 거래하도록 하는 행위를 가리키고 있다. 이에 대하여 별다른 논쟁은 없으나 내부인원이 거래를 행할 시의 주관적 심리에 대하여 각 나라들은 상이한 이론으로 해석하고 있다. 미국의 경우 규칙 10b-5의 위반 여부를 다투는 거의 모든 내부자거래 사건에서 원고는 피고가 해당 정보가 미공개중요정보라는 사실을 알면서도 의도적으로 거래를 하였다는 사실을 증명하여야 한다. 이러한 ‘인식(scienter)’ 문제는 규칙 10b-5를 근거로 하는 소송에서 매우 중요한 하나의 요소이다. 내부자거래 사건에서 이러한 인식의 증명은 피고가 ‘믿음과 신뢰의 의무’를 위반해서 미공개중요정보를 이용하여 또는 근거해서(on the basis of) 거래를 한다는 사실을 알고 있었다는 혹은 최소한 부주의로 알지 못했다는 사실의 증명을 통해서 입증할 수 있다. 이러한 인식은 직접 또는 간접적 증거를 통해 증명될 수 있지만, 이러한 증명을 할 수 없다면 내부자거래의 책임은 인정되지 않는다.¹² 이에 대한 자세한 분석은 이하 미국의 정보보유이론에서 구체적으로 설명하려고 한다.

10 吴启东, 中外证券内幕交易规制的比较研究[J]. 法制与社会. 2008(6), 281.

11 井涛. 英国规制内幕交易的新发展[J]. 环球法律评论, 2007(1), 24.

12 김정수, 내부자거래와 시장 질서교란행위, SFL 그룹(2016년), 71면.

4. 내부자거래에 대한 각국의 규제방식

4.1. 미국

4.1.1 미국의 내부자거래에 대한 규제연혁

미국의 금융규제제도는 경제의 발전에 따라 부단히 완벽화 되어왔다. 1929년 미국 대공황 이후의 금융규제제도는 주요하게 세 개 단계로 나뉘지는데 첫 번째 단계에서 미국은 1929년의 경제대공황을 겪고 있는 상황에서 금융 관련 산업의 리스크를 감소하기 위하여 증권, 은행, 보험업계의 분업규제형식을 취하였다. 두 번째 단계에서 1999년에 미국은 “금융서비스현대화법안”(Financial Services Modernization Act/ Gramm-Leach-Bliley Act)을 제정하여 법적으로 은행, 증권, 보험기관의 업태의 벽을 취소하여 66년간 미국에서 금융분업규제의 역사를 종결지어 원래의 분업규제형식을 통합규제형식으로 교체하기 시작하였다. 이런 변화는 미국에서 통합규제형식으로 전환되는데 기반을 마련해 주었다. 2008년 금융위기 이후 미국은 금융파생상품에 대한 규제를 더 중시하게 되어 국회에서 2010년 7월에 “금융감독관리개혁법안”(Dodd-Frank Act of 2010)을 통과하여 정부에서 시장실패(market failure)를 조절하는 종합경영의 통합규제형식을 진일보로 강화하도록 하였다. 미국의 증권시장은 금융시장의 일부분으로서 그 발전상황은 기본적으로 일치하였다. 미국은 세계에서 가장 유력하고 완벽한 증권시장규제를 갖춘 나라인데 이는 미국의 완벽한 법률규제체재(體裁)에 기초한 것이라고 해도 과언이 아니다.

역사적으로 내부자거래에 대한 규제는 미국의 Blue Sky Law시대부터였으나 초기에는 단지 1911년에 캔자스 주 증권법에서 증권사기 등 위법행위를 금지한다고 제기하였을 뿐이다.¹³ 20세기 20년대, 미국의 경제는 대공황시기에 처해있었기에 증권시장의 거래는 활발하지 않았고 투자자들이 증권시장에 대한 신뢰감도 낮았다. 같은 시기인 1929년, 미국뉴욕증권거래소의 주식은 내부자거래로 인하여 주가가

13 황정원. 주식의 불공정거래에 관한 규제[J]. 2017. p141.

폭락하면서 투자자들의 엄청난 손실을 초래하게 되었다.¹⁴ 비록 증권시장은 거래를 격려하고 있지만 내부자거래와 같은 불법행위가 다발하는 상황에서 미국은 관련 불법행위에 대하여 성문법규로 강력한 규제를 설립하는 시도를 시작하게 되었다.¹⁵ 1933년 4월, 미국은 증권법 입법위원회를 성립하여 당시의 법률을 바탕으로 증권법을 제정하게 되었는데¹⁶ 본 법에서 가장 중요한 성과가 바로 제17(a)조¹⁷의 증권사기금지조항이었다. 그러나 이 조문은 실무적으로 내부자거래와 같은 불법행위를 제재함에 있어서 일정한 결함이 존재하였는데 주요하게 증권발행단계에서의 불법행위를 대상으로 하고 거래단계를 포함하지 않았으며 불법행위에 대하여 어떻게 처벌하는지에 관해서도 구체적 규정이 없었다. 이에 본 법은 비록 사기행위를 제재하는 개념은 제기하였지만 실제상 내부자거래에 대한 제재효과는 거의 없다고 볼 수 있다. 미국의 증권업계 관련 자들도 이 점을 인식하게 되어 연방의회는 34년법을¹⁸ 제정하면서 증권시장에서의 모든 사기적 거래를 금지하는 포괄적 규정인 10(b)조를 채택하는 동시에 내부자거래를 사전에 예방하고 또한 본 조문의 실질적 적용을 위해 규칙10b-5를 제정하였다. 이는 미국 내부자거래규제의 기반이라고도 할 수 있다. 이후, 미국 증권시장의 거대한 성장과 더불어 크고 작은 여러가지의 내부자거래가 많이 발생하였는데 연방의회는 이에 강력하게 대응하고 처벌을 강화하기 위하여 34년법을 계속하여 수정하였으며 SEC는 또한 34년법 제14조(e)를 근거로 공개매수를 이용한 내부자거래를

14 1929년 9월 24일, 소위 '검은 목요일'로 불리는 월 스트리트 시장대붕괴사건이 발생하였는데 1929년 10월 29일에 이르러 뉴욕증권시장의 폭락이 극치에 도달하면서 자본주의세계의 경제대공황이 폭발하게 되었다 이는 '검은 화요일'이라고도 불리운다.

15 卞耀武. 外国证券法译丛-美国证券交易法律[M]. 法律出版社, 1999, 89.

16 Securities Act of 1933.

17 Securities Act of 1933. Sec.17. (a) It shall be unlawful for any person in the offer or sale of any securities (including security-based swaps) or any security-based swap agreement (as defined in section 3(a)(78) of the Securities Exchange Act) by the use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or by use of the mails, directly or indirectly—(1) to employ any device, scheme, or artifice to defraud, or (2) to obtain money or property by means of any untrue statement of a material fact or any omission to state a material fact necessary in order to make the statements made, in light of the circumstances under which they were made, not misleading; or (3) to engage in any transaction, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon the purchaser.

18 Securities Exchange Act of 1934.

효과적으로 규제하기 위하여 규칙 14e-3을 제정하였다.¹⁹

1980 년대에 들어서면서 Chiarella 사건과 Dirks 사건²⁰ 에서 연방대법원이 내부자거래의 범위를 축소하게 되자 연방의회는 내부자거래를 규제하기 위한 보다 명확하고 강력한 입법의 필요성을 느끼게 되었다.²¹ 1984 년 “내부자거래제재법(Insider Trading Sanctions Act of 1984)”은 이런 배경 하에서 제정되었는데 이는 1) 민사제도의 도입²², 2) 벌금형의 증가, 3) 규제범위의 확대, 4) 파생상품을 규제하는 등 방법으로 내부자거래에 대한 규제를 강화하였다.²³ 내부자거래제재법이 제정되었지만 그 이후에도 내부자거래 사건은 계속 발생하였는데 특히 1986 년의 ‘Ivan Boesky 사건’과 ‘Michael Milken 사건’ 등 내부자거래에 관련된 대형 조직적 증권범죄 사건들이 발생하자 내부자거래에 대한 규제를 보다 강화할 필요를 인식하게 된 연방의회는 1988 년 “내부자거래 및 증권사기규제법”(Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988)을 다시 제정하게 되었다. 본 법의 주요한 변화는 1) 감독자의 책임을 강화하고 2) 정보제공자에 대한 포상제도를 도입하고 3) 사적소권을 확립하고 4) 형사처벌을 강화하였다는 등 부분이었다.²⁴

미국의 내부자거래에 대한 규제는 34 년법 제 10 조(b) 및 규칙 10b-5 를 바탕으로 이루어졌는데 이런 조항은 소위 “포괄적 사기 행위의 금지조항”이기에 미국의 내부자거래는 불가피하게 판례법을 통하여 발전할 수밖에 없는 구조를 가지고 있었다. 그러나 판례를 통한 해석은 근본적으로 법조문을 떠날 수 없기에, 다양한 유형의 내부자거래의 발생과 더불어 미국은 앞서 언급한 두 건의 중요한 입법 이외에도 부단히 입법적 개선을 추진하였다. 그 중 중요한 사안들은 다음과 같다.

첫째, SEC 는 Dirks 사건을 통해 정보수령자에 대한 처벌의 어려움을 인식하게

19 김정수, 내부자거래와 시장질서교란행위, SFL 그룹(2016 년), 44 면.

20 각주 32 과 각주 33 을 참조.

21 Hazen, Thomas Lee, Fundamental of Securities Regulation (Revised 5th Edition) (2006), p854.

22 김건식, 송옥렬, 미국의 증권규제, 홍문사(2001), 375 면.

23 김정수, 내부자거래와 시장질서교란행위, SFL 그룹(2016), 45-46 면 참조.

24 위의 책, 47 면 참조.

되자 2000 년에 Regulation Fair Disclosure 를 제정하여 애널리스트 등에게 우선적으로 미공개중요정보가 전달되는 관행을 근본적으로 제거하여 미공개중요정보의 동시적 공개를 실현하는 제도를 마련하였다.

둘째, 정보의 소유와 이용간의 관계를 명확하게 하기 위해 SEC 는 규칙 10b5-1 과 규칙 10b5-2 를 제정하였다.

셋째, 연방의회 및 공무원들이 미공개중요정보를 이용하여 행한 내부자거래를 규제하기 위하여 2012 년에 소위 ‘STOCK ACT’(Stop Trading of Congress Knowledge Act)를 제정하였다.²⁵

이처럼 미국은 기존의 34 년법 제 10 조(b) 및 규칙 10b-5 의 해석을 통해 내부자거래에 대한 규제의 법률기초를 변화시켜 왔고 현재는 이런 조항을 근거로 가능한 최대한도의 범위까지 확대한 것으로 보인다. 그리고 이런 해석들을 바탕으로 내부자거래 규제영역을 확대해 왔다고 볼 수 있다.

4.1.2 미국 내부자거래 법적 규제의 이론적 변화

미국의 34 년법과 SEC 규칙에는 규제대상인 내부자 또는 내부자거래에 대한 정의가 존재하지 않는다. 이에 1960 년대 이후의 판례는 내부자거래에 특유한 이론을 개발하기 시작하였다.²⁶ 그 이론들을 세 가지로 개괄하면 정보평등이론(the Equal Access or Parity of Information Theory, 신인의무이론(Relationship of Trust and Confidence Theory), 부정유흥이론(Misappropriation Theory) 이다.

(1) 정보평등이론

정보평등이론은 내부자거래의 규제범위를 가장 넓게 정의한 이론으로서 내부정보의 공시의무를 중대한 미공개의 회사정보를 보유하였다는 사실(in possession of material inside information) 자체에서 도출하였다. 다른

25 위의 책 48-49 면 참조.

26 김건식, 정순섭, 자본시장법, 두성사(2013), 390 면.

투자자들에게는 공시되지 않는 미공개정보를 이용한 거래는 그 자체로만으로도 불공정하다(inherently unfair)는 것이다.²⁷

내부자는 타인이 취득할 수 없는 미공개 내부정보를 보유하고 있음으로 타인과 상이한 지위에 처하게 되기에 이런 거래를 금지하여야 한다고 주장한다. 이는 가장 일반적으로 “공개 또는 포기원칙(disclose or abstain)”을 적용한 이론이다.²⁸ 이런 이론은 1961 년 SEC 의 Cady, Roberts & Co. 결정²⁹ 과, 1968 년 Texas Gulf Sulphur 판결³⁰에 의하여 구체화되었는데, 역사적으로 보면 이 두 판결을 계기로 규칙 10b-5 가 내부자거래규제에서 중심적 역할을 수행하게 되었다.³¹ 그러나 당해 이론에 의하면 미공개 내부정보를 이용한 임의의 거래는 모두 불법적으로 인정되기에 내부자의 범위가 부당하게 확대되었다. 신인의무이론의 출현은 이런 문제점을 해결하게 된다.

(2) 신뢰관계이론

27 김건식, 송옥렬, 미국의 증권규제, 홍문사(2001), 352 면.

28 손성, “내부자거래 규제에 관한 연구-자본시장통합법을 중심으로-” [상사법연구] 제 27 권 제 2 호(한국상사법학회, 2008).

29 In re Cady, Roberts & Co., 40 S.E.C. 907(1961). 사실관계: 증권사 간부사원이 타사의 이사로부터 그 회사가 이사회에서 배당을 감축하기로 결의하였다는 사실을 듣고서 바로 자신의 고객계좌에 있는 당해 회사주식에 대한 매도하는 주문을 내고 배당감축사실 공표 전 평균 40 달러 수준에서 거래되었고 배당감축사실 공표 후 주가는 36 달러로 하락하였다.

30 SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833(2d Cir. 1968). 사실관계: 광산개발을 하던 Texas Gulf Sulphur 회사는 광물개발을 위하여 Kidd 구역에서 지질학적 조사를 하여 당해 구역이 특이하다고 판단되자 구체적 평가를 위하여 조사를 시작하였는데 조사결과 대단히 좋은 광구임을 확인하고 당해 구역의 나머지 땅을 다 매수하는 것이 좋다고 판단한 후 땅값 상승을 우려하여 광물 발견사실을 비밀로 하였다. 이후 며칠 동안 Texas Gulf Sulphur 회사는 광맥이 풍부한 지역의 땅을 인수한 후 당해 사실을 공개하였는데 주가가 폭등하여 Texas Gulf Sulphur 회사로 부터 정보를 수령한 자들도 극대한 이익을 취득하였다. SEC 는 내부자거래로 인정하여 이에 대하여 기소하였다.

31 그러나 이 판례이론이 아직까지 유효한 것은 아님을 주의할 필요가 있다.

신뢰관계이론은 단순히 미공개의 중요정보를 가지고 있다는 것만으로 판단하지 않고 투자자에게 적극적 공시의무를 부담하는 “믿음과 신뢰의 관계(relationship of trust and confidence)”³²(이하 ‘신뢰관계’)가 있는지 여부로 판단하고 있다. 이런 신뢰관계가 있어야 정보를 공시하는 의무가 생긴다. 미국연방법원은 Chiarella 판결³³에서 이런 이론을 적용하였는데 Dirks 판결³⁴에서 재차 확인되었다. Chiarella 사건 중 제 1 심과 제 2 심에서 모두 정보평등이론을 근거로 Chiarella 에게 유죄를 선고하였지만 연방대법원에서는 신뢰관계이론을 적용하여 Chiarella 에게 적극적 공시의무가 없다는 이유로 무죄를 선고하였다.

그러나 이 이론은 위의 정보평등이론을 명시적 방식으로 부인하였을 뿐, 적극적으로 어떠한 관계가 있어야 책임이 발생하는지에 대하여는 언급하고 있지

32 김건식, 송옥렬, 미국의 증권규제, 홍문사(2001), 354 면, 각주 126, 신뢰의무라는 표현은 원래 Chiarella 판결의 “a person in whom the seller had placed their trust and confidence”라는 문구에서 유래한 것이다. 이후 Dirks 판결에서 이를 “fiduciary duty to the shareholder”라는 표현으로 바꾸어 사용하여 흔히 이 이론을 신의의무이론(fiduciary duty theory)이라고 부르기도 한다. 그러나 이 책에서는 신의의무이론이라는 용어를 굳이 배제하고자 하였는데, 그 이유는 그렇게 되면 회사법상의 신의의무와 동일한 것으로 혼동할 가능성이 매우 크기 때문이다. 실제로 회사법상의 신의의무와 증권법상의 신뢰의무는 그 범위가 다르다. 예컨대 회사의 단순한 직원(employee)도 거래상대방에 대하여는 신뢰의무를 진다는 것이 현재 법원의 입장이며, 나아가 회사 자체도 신뢰의무를 질 수 있다. Shaw v. Equip. Corp., 82 F.3d 1194(1st Cir.1996).

33 Chiarella v. 445 U.S. 222(1980). 사실관계: 공개매수에 관한 서류를 인쇄하는 회사의 직원인 Chiarella 는 그 서류에 공란으로 되어 있던 대상회사의 명칭을 다른 정보로 미루어 알고 있었고 Chiarella 는 당해 정보를 이용하여 대상회사의 주식을 거래함으로써 약 3 만달러의 이익 실현하였다. 이 사건에서 Chiarella 는 대상회사의 내부자도, 내부자로부터 정보를 수령한 자도 아닌 순수한 외부자이지만 내부자거래로 기소되었다.

34 Dirks v. SEC 463 U.S. 646 (1983). 사실관계: 회사의 자산이 과대계상되었다는 것을 발견한 직원 Secrist 는 그러한 비리를 고발하기 위하여 그 정보를 증권분석가인 Dirks 에게 제공하였다. Dirks 는 그 정보를 확인하는 과정에서 그 정보를 자신의 고객들에게 알렸고 고객들은 그 회사의 주식을 처분하였다. SEC 는 Dirks 에 대해서 내부자거래로 인정하고 징계처분을 내렸다.

않았으며 거래당사자 사이에 어떠한 관계가 있어야 신뢰관계가 성립하는지에 대한 아무런 기준도 제시하고 있지 않아 불명확성이 존재하였다.³⁵ 즉 내부자의 범위를 부당하게 축소시켰는데 이는 신뢰관계이론에서 해결할 수 없는 문제점이다. 부정유용이론의 출현은 이를 해결하기 위함이다.³⁶

(3) 부정유용이론

부정유용이론은 내부자 이외의 타인³⁷에게도 미공개 내부정보를 유용하는 책임을 부담하게 하고 있다. 이런 이론은 중점을 거래상대방에 대한 기망이 아니라 미공개 내부정보에 대한 권리를 가진 자 즉 “정보소스”에 대한 기망에 두었다. ³⁸ 부정유용이론에 의하면 미공개 내부정보보유자가 거래상대방에 대해서 신뢰관계가 존재하지 않고, 정보수령자에 해당하지 않아도 정보소스로부터 받은 정보를 유용한 경우에는 내부자거래가 성립된다. 이런 이론은 신뢰관계이론을 보완하기 위한 것인데 신뢰관계이론하에서 내부자는 발행회사와 주주에게 신인의무를 부담하게 되고 발행회사와 주주에게 신인의무가 없는 인원들은 규제에서 제외된다. 부정유용이론에 의하면 규칙 10b-5 는 내부자 이외의 미공개 내부정보에 대하여 비밀유지의무(duty of confidentiality)가 있는 인원들에게도 적용된다. 가장 대표적 판례는 O” Hagan 사건 ³⁹ 인데 이 사건 중 O” Hagan 은 인수인 측의 로펌

35 김건식, 송옥렬, 미국의 증권규제, 홍문사(2001), 356 면.

36 김건식. 내부자거래 규제의 이론적 기초[J]. 증권학회지, 2001, 28(1): 162 면.

37 위 책에서는 외부자(outsider)라고 표현하기도 한다.

38 김건식. 내부자거래규제의 이론적기초[J]. 2000 년 11 월 3 일, 증권거래소증권학회 증권정책심포지엄 발표자료, p12.

39 U.S. v. O”Hagan, 521 U.S. 642(1997). 사실관계: 런던에 본사를 둔 Grand Metropolitan PLC 가 미국회사인 Pillsbury Company 에 대해서 공개매수를 하고자 로펌에 의뢰하였는데 로펌 파트너인 O ’ Hagan 은 사건에 관여하지는 않았지만 공개매수정보를 알고서 Pillsbury 의 주식과 옵션을 취득하여 공개매수 발표 후 Pillsbury 주가상승하자 주식과 옵션을 처분하여 430 만달러 이상의 이익을 실현하였다. SEC 의 조사 후 미국정부는 O’ Hagan 을 자신의 법률사무소 고객인 Grand Met 에 대해서 중요한 미공개정보를 유용하여 기망하였다는 등 51 개 죄목으로 기소되었다.

파트너로서 업무상 권한으로 얻은 정보를 이용하여 피 인수회사의 주식을 거래하여 이익을 취득하였다. 이 때 전통적 “공개 또는 포기원칙(disclose or abstain)”를 적용하면 그는 내부자로 인정되지 않고 처벌을 면할 수 있지만 O” Hagan 은 1934 년법의 제 10(b)조와 규칙 10b-5 의 위반으로 기소되었다. 연방대법원은 부정유용이론을 적용하여 유죄판결을 즉 정보소스가 정보에 접근하는 것을 허용했는데, 그러한 정보소스의 신뢰를 저버리고 정보를 유용한 것은 규칙 10b-5 의 기망에 해당한다는 것이다. 분명한 것은 부정유용이론은 전통적 신뢰관계이론보다 내부자거래의 범위를 확대하였기에 보다 엄격한 제재이론이다.

그러나 이런 엄격한 제재이론은 부작용을 초래하게 되었다. 부정유용이론은 내부자거래의 범위를 확대하였기에 상장회사와 딜러들의 의무를 과도하게 엄격히 하여 증권시장의 원활한 발전을 저해하게 되었다. 이런 상황을 완화하기 위하여 SEC 는 부정유용이론에 대하여 내부자거래의 합리적 항변규칙을 제정하였다. 즉 규칙 10b5-1 이다.⁴⁰ 내부자를 인정함에 있어서 주관적으로 내부정보의 보유를 인식한 상태(knowing possession)여야 하고 객관적으로는 정보를 이용(misuse)하여야 한다. SEC 에서 열거한 몇 가지 항변사유 중 거래자가 내부정보를 보유하고 있는 상황에서 거래를 행하였다 하더라도 다음과 같은 세 가지 사실을 입증할 수 있다면 내부자거래로 인정되지 않는다고 하였다. 즉 첫째, 미공개정보임을 인식하기 전에 증권거래에 대한 구속력이 있는 서약이나, 지시, 또는 서면계획이 존재하고, 둘째, 이러한 계약, 지시, 서면계획에는 구체적으로 그 수량, 가격, 날짜, 시간 등이 특정되어 있거나, 이를 도출하는 공식이 특정되어 있거나, 최소한 내부자가 그 내용에 대하여 영향을 미칠 수 없다고 규정되어 있으며, 셋째, 이후 증권거래가 이러한 계약, 지시, 서면계획에 정해진 대로 실행되었다는 사실을 입증하여야 한다.⁴¹ 또한 행위자는 반드시 선의(in good

40 앞서 논술한 Regulation Fair Disclosure 의 제정도 기존의 부정유용이론으로는 해석하기 어려웠던 선택적 공시 상충의 정보제공자와 정보수령자간의 비밀유기의무를 아예 명시적으로 규정하였는데 이러한 점에서 Regulation Fair Disclosure 는 그간 판례를 중심으로 발전해 온 부정유용이론의 한계를 입법론적으로 해결하였다는데 의의가 있는 것이다. 김광록. 미국법상 내부자거래에 관한 규제 법리와 자본시장법[J]. 2009, 302 면.

41 Rule 10b5-1(c)(1)(i)(A)내지(C).

faith)여야 한다.⁴²

그러나 증권시장은 천변만화하고 있기에 수시로 거대한 파동이 일어날 수 있기에 거래자들이 사전에 이처럼 치밀한 거래지시를 내릴 수 있는 상황은 극히 드물다. 때문에 위와 같은 항변은 실무상 극히 드물게 존재하게 되므로 현실적인 실행성이 부족하다. 이런 항변제도는 실제 거래 중에서 나타나기도 힘들고 설령 나타난다고 하여도 입증하기 어렵다. 이와 동시에 내부자 및 증권사들은 증권시장에서 정보의 우세적 지위를 가지고 있기 때문에 보다 쉽게 내부정보에 접근할 수 있고 은폐성이 높다. 이에 규제 상 내부정보와 내부자 및 증권사 사이를 격리하는 방법을 탐색해보아야 한다. 이런 문제에 대하여 미국의 1984 년에 “내부자거래제재법”, 1988 년에 “내부자거래 및 증권사기규제법”에서 내부자거래에 대한 내용을 수정하게 되었다. 구체적으로 내부자 및 딜러와 내부정보 사이의 연결을 끊어야 하고 적당한 사전예방과 감독조치를 실시하여 실제조종자가 내부자거래를 행하는 것을 방지할 것을 요구하며 이에 반할 시 법적 책임을 부담하여야 한다고 하였다. 그리하여 업계에서는 자발적으로 부서간의 정보차단장치, 즉 Chinese Wall 을 채택하고 있다.

미국은 내부자거래를 제재함에 있어서 효과가 가장 뚜렷한 국가로서 제도적 건설과 이론적 발전 방면에서 모두 거대한 참고가치가 있다. 동시에 미국의 제도가 이와 같이 엄밀하고 효과성이 뚜렷한 것은 그 규제의 입법이념이 경제발전과 형세변화와 같이 적시에 변화되는 것과 밀접한 관계가 있다.

4.2 EU

4.2.1 EU 의 내부자거래에 대한 규제연혁

유럽은 증권제도의 발원지이지만 내부자거래에 대하여 과거에 비교적 관대한 태도를 취하고 있었다.⁴³ EU 의 가입국들은 오랜 기간 동안 내부자거래에 대한

42 Rule 10b5-1(c)(1)(ii).

43 1960-70 년대에 유럽은 미국과 마찬가지로 내부자거래가 시장에 긍정적 영향을 끼칠 가능성도 존재함으로 합법성을 인정받아야 하는지에 대한 논쟁이 붙었다. 내부자거래의

규정에 회의적이었고 방임하는 태도를 취하여 자율적 통제로 해결하려고 하였다.⁴⁴ 심지어 일부 가입국들은 1980 년대에 이르기 전까지 단 하나의 규제조항조차 도입하지 않았다. 그러나 증권시장은 공익단체가 아닌 만큼 관련 인원들은 모두 이익을 추구하고 있기에 내부자거래가 쉽게 발생되어 자율적 통제는 성공하지 못했다.⁴⁵ 자본시장이 원활하게 작동하는 데에는 자본시장에 대한 투자자들의 신뢰가 많은 기여를 하고 있는데 내부자거래에 대한 방임은 특정된 투자자들만 혜택을 누리게 하고 나머지 투자자들은 혜택을 누리지 못하도록 하여 투자자들의 자본시장에 대한 신뢰도를 저해하고 결국 자본시장의 원활한 작동을 위협할 가능성이 있고 동시에 투자자들의 이익을 손해하게 된다.⁴⁶ 또한 EU 의 각 가입국들의 내부자거래에 대한 인식에도 거대한 차이가 존재하기 때문에 각 가입국의 내부자거래에 대한 규제에는 적지 않은 차이점이 존재하고 있었다. 예컨대 프랑스와 스위스는 20 세기 70 년대 초에 내부자거래의 규제문제에 대하여 입법을 시작하였지만 영국은 20 세기 80 년대에 이르러서야 이에 대한 입법적 필요성을 느끼고 1980 년부터 형법에서 내부자거래에 대한 처벌을 규정하였다.⁴⁷

1989 년 11 월 13 일, 내부자거래에 관한 규정이 포함된 89/592/EEC 지침(내부자거래지침)이 발효되면서 내부자거래에 대한 EU 의 법적 태도는 변하게 되었다. 유럽연합의회는 모든 투자자들이 동등한 지위에 있다는 사실 및 투자자들은 부적절한 내부정보의 활용으로부터 보호받는다라는 사실이 보장되는 경우에만 투자자들의 자본시장에 대한 신뢰가 확보된다는 점에 기초하여 위 지침을 정당화하였다. 이 지침은 EU 에서 내부자거래를 제재하는 최저요구를 제기하게

합법화를 주장하는 논거는 위 2.2 에서 설명하고 있음.

44 Hopt, Klaus J. and Wymeersch, Eddy, European Insider Dealing (1991) 참조.

45 예컨대 독일에서 자율적 통제만으로 충분하다는 것이 다수의 견해였다. 독일연방의 경제장관은 1970 년경에 전문가위원회를 소집하여 “내부자거래 문제해결에 대한 제안”이라는 보고서를 작성하였는데 이보고서는 내부자거래에 대한 가이드라인을 내용으로 하고 있었는데, 이에 따르면 주식회사의 이사, 감사, 주요주주 및 근로자가 내부정보를 이용하여 그 회사의 주식 및 사채를 거래하는 것이 금지되었다. 그러나 이런 자율적 규율은 성공적이지 못했다.

46 이는 뒤어서 언급되는 89/592/EEC 지침의 설명부분에 기재되었다.

47 Rüdiger Veil, European Capital Markets Law (2013), p. 143.

되었는데⁴⁸ 그 중 내부자거래의 구성요건에 대하여 명확히 규정한 바가 있는데 네 가지 요건을 구비하여야 한다고 하였다. 즉 첫째, 행위주체가 내부인원의 범위에 부합되어야 하고 둘째, 내부정보를 이용하여야 하고 셋째, 거래를 통하여 이익을 취득하거나 손해를 회피하여야 하며 넷째, 거래 행위상 주관적 고의가 있어야 하고 전부의 사실에 대하여 알고 있어야 한다.⁴⁹ 본 지침은 비록 겉보기에 강한 기동성과 현실성이 있는 듯하지만, EU 는 여러 개의 나라로 구성되고 각 나라 사이에는 주권이 독립되었기에 불가피적으로 경제조건, 내부자거래 등 방면의 차이가 존재하기에 본 지침은 세부적 규정을 두지 않았고 각 나라에서 각자의 상황에 근거하여 규제를 실시하도록 하였다.⁵⁰ 이 또한 본 지침의 특별한 부분이지만 각 가입국들 사이에 투자를 흡인하고 국제경제범위상 경쟁관계가 존재하기 때문에 각 나라에서는 자신의 이익을 위하여 보다 관대한 증권규제제도와 처벌조치를 제정하여 본 지침은 예상한 효과를 거두지 못하였다.

유럽 일체화의 지속적 발전과 같이 EU 는 화폐의 통일을 진행하여야 할 뿐만 아니라 제도상의 통일도 실현하여야 했는데 EU 범위 내에서 보다 효과적으로 내부자거래를 규제하기 위하여 EU 는 2003 년에 “시장남용지침”⁵¹(Market Abuse Directive, MAD 2003/6/EC)을 실시하여 기존의 “내부자거래지침”을 대체하였다. “시장남용지침”은 EU 의 금융시장의 건전성을 확보하고 시장에 대한 투자자들의 신뢰를 강화하는 데에 그 목적이 있다. 본 지침은 처음으로 시장조정에 관한 규정을 도입한 지침이기도 하고 나아가 가입국들로 하여금 내부자거래를 금지하도록 규정하였는데 이런 규정들은 내부자거래를 규정하고 있던 기존 지침

48 Directive 89/592/EEC 중 기재한 요구이다.

49 Article 2-4 Directive 89/592/EEC.

50 于莹, 内幕交易法律监管的正当性分析[J]. 当代法学, 2005(2), 35.

51 “시장남용지침”의 각 조항들을 구체화 할 필요성이 있어 집행위원회는 법적 확신 및 일관된 집행을 위하여 유럽증권규제당국위원회(CESR)의 자문에 따라 다양한 실행방안들을 제정, 시행하였다: 지침 2003/124/EC(정의), 지침 2003/125/EC(투자추천 및 이해충돌에 관한 공개의무), 지침 2004/72/EC(내부자거래에 관한 세부규정). 끝으로, 집행위원회는 환매 프로그램 및 금융상품들의 안정화의 면제에 관한 규제(EC) No.2273/2003 을 시행하였다.

89/592/EEC 에 비해 훨씬 자세하게 규정하고 있었다.⁵² 이외 본 지침에서는 일부 내부자거래 예방제도, 예컨대 정보공시제도, 거래감측보고제도 등을 제기하였다. 본 지침은 EU 에서 내부자거래를 규제하는 정식으로 되었고 이론구조상이든 제도설계상이든 모두 강한 기동성과 현실성을 가지고 있었다.

2008 년 금융위기의 영향을 받아 유럽 여러 나라의 금융시장도 엄청난 충격을 받게 되었는데 증권시장도 예외가 아니다. 시장건전성의 중요성을 보다 명확하게 인식하게 된 유럽연합집행위원회는 시장남용에 관한 규정의 개정제안을 제기하였다.

유럽에서 비록 EU 를 성립하였지만 가입국들간의 내부자거래에 대한 금지에 관한 처벌이 괴리되어있어 투자자들이 적법하게 거래를 행할 동기가 부족하다는 사실이 드러나면서 집행위원회는 2011 년 10 월에 시장남용에 관한 규정을 다른 시장에도 확대적용하고 감독과 처벌에 관한 더욱 엄격한 규정을 제정하게 되었다.⁵³ 새로운 규제제안인 “시장남용규정”(Market Abuse Regulation, MAR)의 초안(Draft)에 따르면 내부자거래에 관한 규정은 다자간거래시스템(Multilateral trading facilities, MTFs) 및 정리거래시스템(Organised Trading Facilities, OTFs)⁵⁴ 에서 거래되는 금융상품에 적용될 것이며, 장외거래(Over-the-counter, OTC)시장 역시 규제의 범위에 포함된다고 하였다. 집행위원회는 더 나아가 장외거래시장에서만 거래되는 주식파생상품의 내부자거래까지 금지할 예정이다. 같은 해 집행위원회는 시장남용과 시장남용의 행정적, 형사적 제재 측면을 크게 강화한 개정안을 제기⁵⁵ 하였는데 제재를 강화하는 새로운 접근방식으로 대중들과 잠재적 범법자들에게 “조작행위는 매우 엄격하게 다루어질 것”이라는 메시지를 전달해 줄 것을 기대하고 있다.⁵⁷ 이를 바탕으로 2014 년 4 월 16 일 EU 에서는

52 Rüdiger Veil, European Capital Markets Law (2013), p. 8.

53 Recital 34 MAR Draft 를 참조 .

54 Article 2(1)(b) MAR Draft 를 참조.

55 Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Insider Dealing and Market Manipulation (Market Abuse) of 20 October 2011, COM (2011) 651 final.

56 Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Criminal Sanctions for Insider Dealing and Market Manipulation of 20 October 2011, COM (2011) 654 final.

57 Rüdiger Veil, European Capital Markets Law (2013), p. 14.

정식으로 “시장남용규정”(No. 596/2014/EU)을 통과하고 동시에 “내부자거래와 시장남용에 대한 형사처벌 지침”(Directive on Criminal Sanctions for Market Abuse 2014/57/EU)을 별도로 제정하여 내부자거래에 대한 형사책임을 명확히 하였다.⁵⁸ 이로부터 EU는 내부자거래에 대하여 형사처벌과 행정처벌을 위주로 하는 시장남용규제체재를 형성하게 되었다.

4.2.2 EU 내부자거래 법적 규제의 이론적 변화

전술한 바와 같이 EU에서 내부자거래에 대한 법적 규제의 기반은 1989년의 “내부자거래지침”과 2014년의 “시장남용규정”인데 이 두 가지 법안은 모두 시장기초이론을 근거로 하고 있다. 아래 이에 대하여 “내부자거래지침”을 예로 분석해보려고 한다.

시장기초이론은 미국의 신뢰관계에 기초한 신인의무이론과 구별된다. 시장기초이론이 최초로 제기된 목적은 증권시장의 운영질서를 수호하고 투자자의 이익을 보호하며 엄격히 내부자거래행위를 제재하는 것이었다. 단지 미국의 신인의무이론과 EU의 시장기초이론의 정의로부터 볼 때 양자는 이익의 조절통제와 입법의 목적상에서 일정한 차이점이 존재한다.⁵⁹ 이는 주요하게 두 가지 방면으로부터 체현되는데 입법이념상으로 볼 때 미국의 신인의무이론은 가장 중요한 이익을 시장에서 거래자의 이익으로 간주하여 입법의 출발점이 보다 구체적이지만 EU의 시장기초이론은 증권시장과 금융제도의 질서를 가장 중요한 이익으로 간주하고 그 다음으로 투자자이익을 보호하기에 그 입법각도가 보다 광범위하다. 법률적용의 주체로부터 볼 때 미국의 신인의무이론에서 제재하는 행위주체는 신뢰관계에 의한 회사내부자에 제한되지만 EU의 시장기초이론에서 제재하는 행위주체는 광범위하여 시장질서와 금융제도에 영향을 끼치는 내부자거래행위는 모두 제재의 대상으로 된다. 본 지침은 또한 다음과 같은 두

58 European Parliament and of the Council Regulation No 596/2014/EU of 16 April 2014, on market abuse (market abuse regulation); European Parliament and Council Directive 2014/57/EU of 16 April 2014, on criminal sanctions for market abuse (market abuse directive).

59 吴昉昱, 我国证券内幕交易主体之理论解读与归责构建[J]. 政治与法律, 2015(7), 50.

가지 특징이 있다.

첫째, 내부자거래에 대한 인정기준이 엄격하다. “내부자거래지침”에서 규정한 바와 같이, 내부정보를 취득한 임의의 인원은 직접적이거나 간접적으로 개인 또는 타인의 명의로 발행인과 관련되는 증권의 거래에 참여하여 이익을 취득하거나 손해를 회피하여서는 안 된다.⁶⁰ 본 지침에서는 또한 내부자거래로 인정된 행위주체는 반드시 전면적으로 내부정보를 알아야 한다는 요건에 부합되어야 하고 만약 일부분만 알고 있는 경우에는 규제대상으로 되지 않는다고 규정하였다.

둘째, EU 가입국사이의 사법통합이 곤경에 빠지게 되었다. “내부자거래지침”의 제 8 조 규정⁶¹에 의하면 각 가입국 사이에 하나의 기구를 지정하여 내부자거래의 규제가 실시될 수 있도록 확보하여야 한다. 그러나 본 지침의 제 10 조⁶²에서는 내부자거래를 제재함에 있어서 각 가입국간의 정보교환과 협력을 요구하면서 EU 범위 내에서의 통일적 제재시스템을 실현하도록 요구였다. 이런 제도의 출발점은 전반적 통제로부터 시작되어야 하는데 가입국들은 모두 각자의 이익과 보호정책이 있기에 실무상 가입국 사이에서 내부자거래제재에 대한 정보교환을 실현하기 힘든 상황이고 가입국들 사이의 상호협조도 거의 불가능하다고 보아야 한다. 현행의 “시장남용규정”은 바로 이런 부족점을 보완하기 위하여 제정된 것이다.

EU 의 “내부자거래지침”은 유럽의 내부자거래 제재에 형식상의 모델을 제공하였고 시장남용규정은 EU 에서 건립한 일체화 규제시스템이 보다 현실적으로 실현될 수 있도록 하였다. 비록 아직 소수 나라들이 완전히 포섭되지 않았지만 미래의 발전추세는 반드시 일체화 규제의 방향으로 나아갈 것으로 판단된다.

4.3 일본

60 이 부분에 대하여 현행의 시장남용규정도 시장기초이론을 기본으로 하고 있는데 직접적 내부인과 간접적 내부인을 구분하지 않고 규정상 임의의 자는 모두 내부자거래의 행위주체로 될 수 있다고 하였다.

61 Article8 Directive 89/592/EEC.

62 Article10 Directive 89/592/EEC.

4.3.1 일본의 내부자거래에 대한 규제연혁

현재 일본의 자본시장은 아시아에서 규모가 제일 크다. 따라서 내부자거래에 대한 법적 규제도 참고할 가치가 높다. 일본의 내부자거래 규제는 처음부터 완벽한 것은 아니었으나 국내 경제 환경과 국제사회투자환경의 변화에 따라 부단히 발전되어왔다.

일본의 증권거래법은 1948 년부터 형성되어 초기에는 미국의 1933 년 증권법(Securities Act of 1933)과 1934 년의 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934)을 토대로 참고하였다.⁶³ 하지만 당시 일본에서 내부자거래의 위해성에 대한 인식이 부족하여 심지어 내부자거래가 증권시장의 발전을 촉진할 수 있다고 믿고 있었기에 이 증권거래법에서는 내부자거래에 대하여 정의를 내리지 않았고 금지하지도 않았으며 관련 처벌에 관해서도 명확한 규정이 없었다. 이 점에서 일본의 증권거래법은 미국의 증권법을 완전히 참고하지는 않았고 단지 증권거래법에서 증권시장의 부정당한 조작 등 사기행위는 금지한다고 표현하였다. 그러나 이런 규정은⁶⁴ 추상적이고 그 요건이 심히 불명확하여 일반적으로 내부자거래에 대한 적용이 논란되어 왔다.⁶⁵ 따라서 죄형법정원칙으로부터 내부자거래 행위가 형법에 규정되지 않았기에 일본은 내부자거래에 대하여 긍정하지도 방임하지도 않는 태도를 취하였다.

1987 년 타테호화학공업의 내부자거래사건⁶⁶ 을 계기로 일본의 증권업계는 내부자거래에 대하여 중시를 돌리게 되는데 이는 내부자거래에 대한 규제 및 입법을 추진하였다. 그 당시에 일본의 내부자거래 규제가 법조문상 상세하게

63 神田秀樹・黒沼悦郎・松尾直彦 『金融商品取引法コンメンタル<4>』, 商事法務 (2011) 109 頁 (神作裕之執筆)。

64 1988 년 개정 전 証券取引法 58 조 1 호(현행 157 조 I 호)。

65 神田秀樹・黒沼悦郎・松尾直彦 『金融商品取引法コンメンタル<4>』, 商事法務 (2011) 110 頁 (神作裕之執筆)。

66 사건개요: 타테호화학공업주식회사는 대외투자에서 실패한후 모 은행에서 대출을 신청하였는데 당해 은행은 타테호회사가 대외적으로 투자실패소식을 공개하기전에 타테호회사에서 당해 은행에 저당한 주식을 판매하여 정보 공개후 타테호의 주가가 폭락하는 상황이 나타나지 않도록 하였다.

규정되지 않았기에 본 사건은 결과적으로 내부자거래로 인정되지 않았다. 그러나 이 사건은 일본 증권업계의 관련 인원들의 중시를 불러일으키게 되어 구체적인 내부자거래의 규제방식에 대하여 모색하기 시작하였다. 다른 한편, 국제적으로 내부자거래에 대한 규제가 강화되는 추세이고 내부자거래에 대한 국민의 인식도 높아지고 있었기에 1988 년 2 월 24 일 증권거래심의회로부터 ‘내부자거래 규제의 바람직한 모습에 관하여’라는 제목의 보고서⁶⁷가 공표되었다. 이 보고서를 바탕으로 내부자거래규제의 대상을 명확히 하는 것과 함께, 규제자 측에 있어서 규제를 실효적으로 운용할 수 있도록 명확성 및 형식성을 중시한다는 방침 하에 일본에서는 내부자거래규제가 창설되었는데 ⁶⁸ 일본내각은 1988 년에 “증권거래법”의 수정안을 통과하고 국회에서 반포하여 이로부터 일본은 정식으로 법률상에서 내부자거래에 대한 규제를 시작하였고⁶⁹ 내부자거래에 대하여 형법적 규제도 실행하게 되었다.

이후 일본 경제는 지속적 불경기를 겪에 되는데 증권시장의 활력이 부족하여 진일보로 시장을 자극할 필요가 시급하게 되었다. 동시에 일본에서 미국과 유사하게 업계 별로 금융업이 발전하는 상황이 이어졌으나 금융시장의 발전에 따라 새로운 금융서비스와 금융상품이 서로 융합되어 다양한 금융상품이 나타나면서 지금까지의 업태의 벽을 넘어서 판매되는 상황이 증가되었기에 전통적 규제는 더 이상 발전의 수요를 충족시키지 못하게 되었다.⁷⁰ 이런 상황에 비추어 미국의 경우, 영국의 2000 년의 “금융서비스와 시장에 관한 법률”(Financial Services and Markets Act, FSMA)을 참고하여 금융시장에 대하여 통일적 규제를 실행하는 통합경영규제형식을 취하여 새로운 형세에 대응하였다. 이를 바탕으로 일본국회는 2006 년에 “증권거래법”에 대하여 재차 수정하면서 “증권거래법”을 “금융상품거래법”으로 수정하였다.⁷¹ 수정을 거친 이 법은 일본에서 내부자거래를

67 証券取引審議會「内部者取引の規定の在り方について<資料>」ジュリスト 905 号(1988)頁 참조.

68 竹内昭夫「インサイダー取引規制の強化(下)」商法法務 1144 号(1988)11 頁.

69 1988 년 개정 証券取引法 190 조의 2, 190 조의 3.

70 杉浦宣彦, [金融商品取引法の現状と今後の課題], 금융법연구 제 8 권 제 1 호 (2011), p171.

71 1988 년 개정 증권거래법에 의하여 내부자거래에 대한 규정에 신설된 후 2006 년 에

제재하는 중요한 근거로 되었다.

금융상품거래법에 있어서 규제의 횡단화, 포괄화와 규제의 유연화가 그 특징으로 되어 있는데, 그것은 디스클로저, 판매, 권유 룰, 업자의 규제에서 체현되었다. 금융상품거래법의 제정은 또한 다음과 같은 특징을 가지고 있는데 첫째, 벌칙을 강화하였고, 둘째, 공개매수와 대량보유제도를 개정하고 나아가서는 셋째, 내부통제보고서제도를 도입하고 넷째, 증권거래소의 독립성을 강화하는 등 조치도 실행하였다는 점이다.⁷²

그 후에도 금융상품거래법은 시장에서 생기는 다양한 문제에 대응하기 위하여 2008 년⁷³, 2009 년, 2010 년, 2011 년 해마다 개정되고 있었는데 2012 년 공모증자 관련 내부자거래 사안이 연이어 적발됨에 따라 금융심의회에서는「최근 위반사안 및 금융·기업실무를 근거로 한 내부자거래 규제를 둘러싼 제도정비에 대하여」라는 보고서⁷⁴를 공표하였다. 이를 기반으로 한 2013 년의 “금상법 등의 일부를 개정하는 법률”에는 1) 공모증자 내부자거래 사안 등을 근거로 한 대응, 2) AIJ 투자자문 사안을 근거로 한 자산운용 규제의 개선, 3)금융기관의 질서 있는 처리의 구조, 4) 은행 등에 의한 자본성 자금의 공급 강화 등, 5) 투자법인의 자금조달,⁷⁵ 자본정책수단의 다양화 등의 정책이 포함되었다. 이에 따라 개정법, 정령, 내각부령은 2014 년 4 월 1 일부터 시행되었다.⁷⁶

4.3.2 일본내부자거래 법적 규제의 이론적 변화

금융상품거래법이 통과되기 전까지 수차례의 개정을 거쳤는데 1992 년, 1998 년, 2001 년, 2004 년의 개정이 있었고 기본적으로 당초의 규정을 유지하고 있었다.

72 위 논문 172 면 참조.

73 2008 년 개정법에서는 내부자거래규제위반에 대한 과징금제도가 개정되어 보다 엄격하게 되었다.

74 近年の違反事案

及び金融・企業實務を踏まえたインサイダー取引規制をめぐる制度整備について.

75 別冊商事法務編輯部, “平成 25 年改正(公募増資インサイダー取引事案を踏まえた)對應の解説,” 平成 24・25 年インサイダー 取引規制關係改正資料 , 2014. 3, 142 頁.

76 박임출. 일본의 내부자거래 규제의 강화와 법적 시사점[J]. 증권법연구, 2014, 15(3): 287.

일본에서 내부자거래에 대한 규제 이론의 변화는 주요하게 세 개 단계를 걸쳤다. 첫 번째 단계에서 일본은 1948 년부터 미국증권법률을 참고하여 증권법을 제정하였는데 이 단계에서는 내부자거래에 대하여 방임하는 태도를 취하였다. 두 번째 단계에서 일본은 내부자거래사건의 부정적 영향을 인식하게 되어 1988 년으로부터 내부자거래에 대하여 금지하는 입법을 시작하였고 내부자거래를 반대하는 견해가 나타나기 시작하였다. 세 번째 단계에서 일본은 영국의 통합경영규제형식을 참고하여 2006 년에 “금융상품거래법”을 제정하여 원래의 “증권법”등 금융법률을 대체하였는데 이로부터 일본에서 내부자거래에 대한 규제를 강화하기 시작하였고 해마다 개정하면서 이런 위법행위에 대하여 엄격한 처벌을 내려야 한다는 태도를 취하기 시작하였다. 일본의 내부자거래에 대한 규제연혁을 살펴보면 첫째는 내부자거래규제의 행위주체와 대상을 서서히 확대하여 왔고, 둘째는 원칙성과 원활성을 동시에 고려하였고, 셋째는 공시제도를 부단히 확대하였으며⁷⁷ 넷째는 위법행위에 대한 제재를 점차적으로 강화하는 특징을 보아낼 수가 있다.

일본은 내부자거래를 규제함에 있어서 부단히 사회경제발전과 세계경제환경에 적응하여 해마다 개정을 실행하여 내부자거래를 효과적으로 제재하는 동시에 증권시장의 질서와 활력도 보장하였는데 이는 다른 나라들의 입법에서 참고하여야 하는 점이다.

4.4 한국

4.4.1 한국의 내부자거래에 대한 규제연혁

한국에서 내부자거래에 대한 규제가 정식으로 도입된 것은 비교적 최근의 일이다. 1962 년 구 증권거래법 제정 당시에는 내부자거래에 관한 규정은 없었다.

77 맹수석. 일본 금융상품거래법의 주요 내용과 자본시장통합법의 과제[J]. 기업법연구, 2008, 22(4), 126.

이에 관한 규제가 시작된 것은 1976 년 증권거래법 제 7 차 개정시에 제 188 조가 신설되면서 처음 도입되었다. 즉 동조 제 1 항에서 상장법인의 내부자에 의한 자사주의 공매도를 금지하였고 제 2 항에서는 내부정보를 이용하여 6 개월 이내의 거래로 취득한 이익을 회사에 반환토록 규정하였다.⁷⁸ 1982 년 거래법 개정시에는 내부자거래를 불공정거래의 한 유형으로 명시하는 동시에 상장법인의 주요주주와 임원에 대해서 소유주식상황에 대한 보고의무를 부과하였는데 단기 매매차익의 청구자의 범위에 당해 회사 대주주 외의 증권관리위원회를 추가하여 내부자거래의 파악과 적발을 위한 실효성을 제고하였다. 그러나 이들 규정은 내부자거래의 예방을 위한 규정이기 때문에 내부자거래에 관한 본격적 규정이라고 할 수는 없다.⁷⁹

내부자거래를 금지하는 본격적 규정이 도입된 것은 1987 년 11 월 개정시의 일인데 정부는 일반적 사기금지조항인 제 105 조 제 4 항에 내부자거래금지규정을 신설하였다. 제 105 조 제 4 항은 1991 년 12 월 구 증권거래법 개정시에 단기매매차익반환규정(제 188 조)의 다음인 제 188 조의 2 로 옮겨가게 되었다. 이로부터 비로소 오늘날의 내부자거래 규제 내용을 갖춘 본격적 내부자거래 규제체제가 마련되었다. 즉 내부자가에 의한 미공개중요정보의 이용행위를 금지하고, 이를 위반한 경우 형사처벌이 가능한 불법행위로 규정한 것이다.

그 후의 개정에서 내부자와 내부정보의 범위가 점차 구체화되고 손해배상책임이 명시되었다.⁸⁰ 자본시장법은 이러한 기본적 체계를 유지하면서도 내부자거래의 규제대상인 내부자의 범위와 대상금융투자상품 및 대상거래의 범위를 크게 확대하고 있었다.

그 중 주목할 만한 거래법의 개정은 1997 년 제 13 차 개정시 188 조의 2 의 제목을 “내부자거래”에서 “미공개정보이용행위”로 변경한 것과 1999 년 제 20 차 개정시 내부자의 범위에 “당해 법인”을 추가한 것을 들 수 있다.

2009 년 “자본시장과 금융투자업에 관한 법률”(이하 “자본시장통합법”)이

78 허희영, 이영수. 우리나라 증권시장의 내부자거래 현황분석[J]. 산업과 경영, 1996, 3(1), 105 면.

79 김건식, 정순섭, 자본시장법(제 3 판), 두성사(2013), 388 면.

80 김정수, 내부자거래와 시장질서교란행위, SFL 그룹(2016 년), 16 면.

제정되면서 구 증권거래법상의 내부자의 범위를 확대하고 내부자거래 규제 부분이 상당 부분 보완되었다.⁸¹⁾ 이를 바탕으로 2013 년 개정법은 내부자거래와 관련하여 추가적으로 몇 가지 부분을 보완하였는데 1) 기존 6 개월 이전에 상장하는 법인만 내부자거래 규제대상으로 하던 것을 “6 개월 이내에 상장법인과 합병, 주식의 포괄적 교환, 그 밖에 대통령령으로 정하는 기업결합의 방법에 따라 상장되는 효과가 있는 비상장법인”까지 포함하였고 2) 기존의 “공개매수자”를 “공개매수를 하려는 자”로 즉 “공개매수예정자”로 변경하였고 3) 기존에는 공개매수자의 발판매수, 즉 동 정보를 이용한 사전매수행위에 대해서 불분명하였는데, 개정법에서 원칙적으로 내부자거래의 예외로 인정하되 이러한 예외를 인정받기 위해서는 일정한 요건을 충족하도록 하였다.⁸²⁾

이어 2014 년 12 월, 자본시장법이 개정되면서 “시장질서 교란행위의 금지”가 도입되어 기존의 내부자거래 규제 체계의 근본적인 변화를 가져다 주었는데 내부자거래의 규제범위를 대폭적으로 확대하였다. 즉 기존의 내부자거래 규제는 그대로 두고, 기존의 규제가 커버하지 못하는 새로운 내부자와 행위들을 시장질서 교란행위, 구체적으로는 ‘정보이용형 교란행위’라는 이름으로 새로운 규제를 도입하였다.

4.4.2 규제의 정당성에 대한 법원의 판결

내부자거래는 오늘날 증권시장에서 가장대표적 ‘화이트칼라 범죄’(White Color Crime)라고 할 수 있으며 증권시장을 가지고 있는 거의 모든 국가에서 중대한 증권범죄로 규제하고 있다. 이와 관련하여 한국의 법원과 헌법재판소는 내부자거래 규제의 정당성에 대해 다음과 같이 실시하고 있다. ⁸³⁾

(1) 대법원 1994. 4. 26. 선고 93 도 695 판결

81 내부자거래 규제 부분에 대한 총론적 설명과 평가에 관한 문헌으로는 손성, “내부자거래 규제에 관한 연구-자본시장통합법을 중심으로-” [J]. 상사법연구, 2008, 27(2).

82 위의 책 18-19 면 참조.

83 위의 책 21-24 면 참조.

내부자거래 규제에 있어 선조적 판결이라 할 수 있는 <신정제지 사건>에서 대법원은 구 증권거래법 제 188 조의 2 제 2 항의 “투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보”의 의미를 판시하면서, 다음과 같이 내부자거래 규제의 정당성에 대해서 실시하였다.

유가증권시장이 기업의 자금조달과 국민의 증권투자를 통한 자산운용이라는 양 측면의 요구를 서로 연결시키는 터전으로서 자금을 효율적으로 배분하는 국문경제상 중차대한 기능을 적절하게 수행하기 위하여는 무엇보다도 일반투자자들이 유가증권의 거래가 공정하게 이루어지는 것으로 믿고 유가증권시장의 건전성을 전제로 안심하고 유가증권의 거래에 참여할 수 있게 하는 것이 필요하다.⁸⁴

그런데 상장법인의 내부자가 당해 법인의 업무 등과 관련하여 접근이 허용되었던 법인의 공개되지 아니한 내부정보 중 유가증권의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 중요한 정보를 이용하여 유가증권의 거래에 관여할 경우에는, 그 내부자에게 부당한 이익을 용이하게 취득하게 하고 그로 인하여 유가증권시장에서의 거래당사자의 평등을 해치게 되어 유가증권거래의 공정성과 유가증권시장의 건전성에 대한 일반투자자들의 신뢰를 손상시킴으로써 유가증권시장이 국민자금을 효율적으로 배분하는 기능을 저해하는 결과를 초래하게 되는 것이므로, 유가증권시장이 그 기능을 다하여 국민경제의 발전에 적절하게 기여하도록 하기 위하여서는 이와 같은 내부자거래에 대한 엄격한 규제가 필요불가결하기 때문에 “법”이 위와 같이 내부자의 거래를 금지하고 있는 것으로 이해된다.⁸⁵

대법원은 내부자거래 규제의 핵심적 요소로서 내부자가 미공개중요정보를 이용하여 거래하는 행위는 거래당사자의 평등성을 해치게 되어 궁극적으로 증권거래의 공정성을 해치고 증권시장에 대한 일반투자자들의 신뢰를 손상시키는 것을 막기 위한 것으로 보고 있다.

84 위의 책 25 면 참조.

85 노태악, 증권거래법상 미공개 내부정보에 관하여[J], 한국증권법학회, 2001,2(1).

(2) 헌법재판소 1996. 3. 27. 선고 94 헌바 24 결정

헌법재판소도 1996. 3. 27. 선고 94 헌바 24 결정에서 구 증권거래법 부칙 제 1 조의 위헌소원 사건에서 내부자거래의 규제목적에 대해 다음과 같이 설시하였다:

내부자거래라 함은 상장법인(또는 등록법인)의 임원, 직원 또는 주요주주 등 이른바 “내부자”가 그 직무 또는 지위에 의하여 얻은 내부정보를 이용하여 자기회사의 주식을 거래하는 것을 말한다. 이러한 거래가 규제의 대상이 되는 이유는 이들 내부자는 자기회사의 주가에 영향을 미칠만한 회사의 기밀 예컨대 유상증자 또는 무상증자나 자산재평가계획, 합병, 신상품개발, 부도발생 등 중요한 정보를 알게 될 기회가 많으므로 주식거래에 있어 일반투자자들보다 훨씬 유리한 입장에 있는 반면에 일반투자자는 손해를 보게 될 가능성이 많기 때문이다.⁸⁶

일반적으로 주식투자에 수반되는 위험은 주로 회사의 영업실적, 시장이나 경제동향 등에 대한 투자자의 판단이 불완전한 것에 기인하는 것이므로 투자자가 타인이 갖고 있는 정보를 이용하지 못했거나 그릇된 분석으로 인하여 손실을 입게 되더라도 이는 부득이한 일이라 할 것이다.⁸⁷ 그러나 내부자거래로 인한 상대방의 손실은 능력의 부족이나 부주의로 정보를 몰랐기 때문에 발생하게 되는 것이 아니라 내부자가 자산의 이득을 위하여 그 정보가 일반에게 알려지지 아니한 상태를 이용하였기 때문에 발생하게 된다고 볼 수 있다. 따라서 이러한 행위는 윤리적 측면에서도 용납될 수 없는 것이다. 만일 이를 방치한다면, 일반투자자는 그러한 증권시장에 불신감을 갖게 되어 투자를 주저하게 될 것이고, 이로 인하여 증권시장의 건전한 발전이 저해될 것임은 물론 국민의 효율적 자산운영을 막는 결과를 초래할 것이다.⁸⁸ 요컨대 내부자거래규제의

86 헌법재판소 1996. 3. 27. 선고 94 헌바 24 결정.

87 위의 책 24 면 참조.

88 위의 책 25 면 참조.

취지는 증권거래에 있어 정보면에서 평등성 즉 공정한 입장에서 자유로운 경쟁에 의하여 공정한 거래를 하게 함으로써 증권시장의 거래에 참여하는 자로 하여금 가능한 동등한 입장과 동일한 가능성 위에서 증권거래를 할 수 있도록 투자자를 보호하는 증권시장의 공정성을 확립하여 투자자에게 그 신뢰감을 갖게 하여는 데에 있는 것이다.⁸⁹⁾

헌법재판소 역시 대법원과 마찬가지로 내부자거래 규제의 취지를 ‘증권거래에 있어 정보 면에서의 평등성 즉 공정한 입장에서 자유로운 경쟁이라는 공정성을 확립하여 투자자에게 그 신뢰감을 갖게 하려는 데에 있는 것’이라고 밝히고 있다. 이후 2002 년에 구 증권거래법 제 188 조의 2 제 2 항이 규정하는 단기매매차익 반환의무 제도가 기본권 제한에 관한 최소침해의 원칙에 반하는지 구 증권거래법 제 188 조 제 2 항의 위헌소원이 헌법재판소에 다시 제기되었는데, 헌법재판소는 2002. 12. 18. 선고 99 헌바 105 결정을 통해서 단기매매차익 반환의무 제도가 헌법에 위반되지 아니한다고 결정하면서, 단기매매차익 반환의무 제도는 내부자거래에 대한 규제의 효율성을 확보하기 위한 사간적 간접적 규제수단으로 파악하면서, 내부자거래 규제의 목적에 대해서는 다시 한 번 1996. 3. 27. 선고 94 헌바 24 결정을 확인해 주었다.

(3) 서울고등법원 2003. 2. 17. 선고 2003 노 2611 판결

서울고등법원 2003 노 2611 판결은 내부자거래의 규제목적에 대해 증권거래에 참여하는 개개의 투자자의 이익을 보호함과 함께 투자자 일반의 증권시장에 대한 신뢰를 보호하여 증권시장이 국민 경제의 발전에 기여할 수 있도록 하기 위함이라고 설시하였다:⁹⁰⁾

구 증권거래법 제 188 조의 2 제 1 항은 기업 내부의 정보에 접근하기 쉬운 내부자와 그로부터 정보를 전해들은 자가 당해 정보가 미공개된 점을 이용하여 이를 알지 못하는 자와 불평등한 상태에서 거래할 경우 그 거래를 정당한 거래로

89 위 결정 참조.

90 서울고등법원 2003. 2. 17. 선고 2002 노 2611 판결.

볼 수 없고 그러한 부정한 거래를 제한하지 않는다면 증권시장 전체를 불건전하게 할 수 있기 때문에 증권거래에 참가하는 개개의 투자자의 이익을 보호함과 함께 투자자 일반의 증권시장에 대한 신뢰를 보호하여 증권시장이 국민 경제의 발전에 기여할 수 있도록 하기 위함이다.⁹¹

결론적으로 내부자거래를 포함한 자본시장법상 모든 규제의 보호법익은 투자자보호와 함께 증권, 파생상품시장의 공정성 확보 또는 건전한 거래질서의 유지라 할 수 있다. 이러한 자본시장법상 제정 목적이 달성될 때 증권, 파생상품시장에 대한 투자자의 신뢰가 가능해 질 것이다.⁹²

5. 소결론

위에서 내부자거래 규제에 관한 연혁과 이론에 대하여 여러 분석을 하였는데 이는 중국에서 내부자거래를 규제함에 있어 중요한 참고가치가 있다. 중국의 증권제도의 설립은 시작이 비교적 늦었기 때문에 많은 제도의 규정에 있어 일부 불합리한 점이 존재하기 마련이기에 타 선진국 증권시장의 규제를 참고하는 것은 중국의 불합리한 제도를 보완함에 있어서 꼭 필요한 부분이다. 구체적으로는 다음과 같은 점을 참고할 수 있다고 본다.

우선, 미국 SEC 를 본받아 중국증권감독관리위원회(이하 “증감회”)에 보다 많은 독립성을 부여할 수 있다. 미국 SEC 는 독립된 증권규제기관으로서 수사, 증언청취, 소환 및 처벌 등 권한을 가지고 있기에 내부자거래를 규제함에 있어서 매우 강력한 법집행을 할 수 있을 뿐만 아니라 권위도 확보하고 있다. 이는 미국에서 내부자거래 규제효과가 뚜렷한 원인중의 하나이다. 이에 중국의 증감회도 이 부분을 참고하여 보다 높은 독립성을 부여할 수 있다고 본다.

둘째, EU 의 협력규제체제를 참고할 수 있다. EU 의 “내부자거래지침”, “시장남용규정” 등은 모두 유럽에서 통합적 규제체제를 구축하는 것을 그 목적으로 하고 있고 모든 가입국들은 이를 바탕으로 각국의 상황에 따라 세부규칙을 제정할

91 위 판결 참조.

92 박순철, 미공개중요정보 이용행위의 이해, 박영사(2010), 19 면 참조.

수 있도록 하고 있다. 최근 몇년간 중국의 내부자거래의 예를 살펴보면 일부 내부자거래 행위자들은 국외로 도주하는 현상이 빈번하고 일부 외국의 내부자거래 행위자들도 중국으로 들어와 범죄 면탈 시도를 하고 있는바 국내외의 공조미비로 이런 행위자들에 대한 제재를 할 수 없다. 이에 중국도 주변국과의 지역연합규제체재를 구축할 수 있는 방법을 모색하도록 하여야 한다고 판단된다.

셋째, 일본의 정치한(精緻) 내부자거래 규제체재를 참고할 수 있다. 1988 년 “증권거래법”의 수정안으로부터 비롯한 일본의 내부자거래 규제는 매해 개정을 통해 그 전반적 체재가 완벽에 가까워진다는 평가를 받고 있다. 따라서 중국도 일본의 예를 참고하여 나날이 발전하고 있는 중국 증권시장의 수요에 맞게 법수정안의 갱신속도를 제고하여 보다 완벽한 법체계를 점차적으로 확립할 필요가 있다.

넷째, 한국의 자본시장법상의 “내부자”와 “내부정보”가 포섭하는 개념의 범위가 확대되어 가고 있는 점을 참고할 수 있다. 중국의 경우, 내부자는 “내부정보를 아는 자”와 “불법적으로 내부정보를 취득한 자”로 정의하고 있는데 이는 포괄적이며 불명확한 개념이기에 해당 범위에 포섭되지 않는 자가 생기기 마련이다. 따라서 한국의 예를 따라 이런 부분을 참고하여 명확한 규제범위를 확정하여야 한다고 판단한다.

결론적으로 미국, EU, 일본, 한국 등의 나라들에서의 내부자거래 규제는 모두 각국의 상황에 따른 것이기에 중국의 경우 이를 그대로 차용 할 수는 없다고 본다. 그러므로 중국의 기존 제도, 경제환경 등 현실 상황에 맞는 중국의 자본시장과 어울리는 규제체재를 구축하도록 하여야 한다.

III. 중국에서 증권사기행위에 대한 규제체재와 내부자거래의 현황

1. 증권사기행위의 종류와 구분개념

1.1 증권사기행위의 종류

중국에서 처음으로 “증권사기”라는 용어를 사용한 것은 1993 년 “임시방법”에서이다. 이 “임시방법”⁹³은 미국 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934)의 예에 따라 각각의 증권사기행위를 열거하는 방식으로 정의하였다. 본 방법 제 2 조에서는 “본 방법에서 증권사기행위라 함은 증권의 발행, 거래 및 관련 활동중의 내부자거래, 시세조종, 고객사기, 허위진술등 행위를 포함한다.”라고 규정하고 있다. 이후 제정된 1998 년 “증권법”(2005 년 수정)에서는 이를 바탕으로 위 “증권사기”라는 용어를 법조문에 정식으로 사용하였는데 2005 년 수정된 “증권법” 제 5 조의 규정에 의하면 “증권의 발행, 거래활동은 반드시 법률, 행정법규를 준수하여야 하고 사기, 내부자거래 및 시세조종행위를 금지한다.”고 하였다. 그러나 이는 포괄적 규정으로서 실무상 적용함에 있어서 부적절한 부분이 있기 마련이기에 다년간의 사용을 통하여 실무계에서는 보편적으로 증권사기행위에 대하여 다음과 같이 인정하고 있다. 즉 증권의 발행, 거래 및 관련 활동 중에서 당사자가 법정 의무, 또는 공정, 공시 및 신의성실원칙을 위반하여 타인의 합법적 권익을 침해하여 손해결과를 초래하는 허위진술, 시세조종, 내부자거래, 고객사기 등 증권위법행위를 가리킨다. 아래 전술한 행위유형에 대하여 각각 소개해 보려고 한다.

1.1.1 허위진술

허위진술은 주로 상장회사에서 정기적으로 경영상황을 공시할 때 발생하게 된다. “회사법”의 규정에 의하면 상장회사에서 정기적으로 경영상황을 공시하여야 한다고 규정하였는데 투자자들은 증권거래를 행함에 있어 회사에서 공시한 정보에 따라 대상 증권의 투자리스크와 수익을 판단하게 된다. 중국 최고인민법원에서 제정한

93 당해 “임시방법”은 1993 년 국무원에서 제정한 증권사기행위를 금지하는 임시적인 법률 규정으로서 해당 내용은 2005 년에 반포한 “중화인민공화국증권법”에 의하여 대체되었다. 따라서 본 논문에서는 이를 “임시방법”이라고 한다.

“증권시장에서 허위진술로 인한 민사배상사건을 심사하는데 관한 몇 가지 규정”에 따르면 “허위진술이라 함은 정보공개 의무인이 증권법률규정을 위반하여 증권의 발행 또는 거래과정에서 중대한 사항에 대하여 사건진실에 위배되는 허위적 기재, 오진술, 또는 정보공개 시 중대한 누락, 부정당한 정보공개 등을 가리킨다.” 이에 따르면 허위진술에는 허위적 기재, 오진술, 중대한 누락 등이 구성요건으로 되어있다. 허위적 기재란 정보공시의무인이 정보를 공개함에 있어서 사실을 허구하여 공개문건에 기재하는 행위를 가리키고 오진술이란 불명확하고 모호한 기재방식으로 정보를 공개하여 투자자들로 하여금 공개된 정보에 오해가 생기는 행위(오인목적)를 가리키고 중대한 누락이란 정보를 공개하는 문건에서 기재하여야 하는 중요한 사항에 대하여 기재하지 않은 행위를 가리킨다.⁹⁴

1.1.2 내부자거래

내부자거래란 공개적으로 유가증권을 발행하는 회사의 이사, 감사, 경리, 직원 또는 주요주주, 증권시장내부인원 및 관리인원 등이 자신의 지위, 직무상의 권한을 이용하여 발행인의 공개하지 않은 증권가격에 영향 줄 수 있는 중요한 정보를 취득하여 유가증권거래를 진행하거나, 또는 정보를 누설하여 이익을 취득하거나 경제손실을 회피하는 행위를 가리킨다. “임시방법” 제 4 조에서는 내부자거래행위에 대하여 열거하는 방식으로 규정하였는데 “(1) 내부인원이 내부정보를 이용하여 증권을 거래하거나 내부정보에 근거하여 타인에게 증권거래를 권유하는 행위; (2) 내부인원이 타인에게 내부정보를 누설하여 타인이 해당 정보를 이용하여 내부자거래를 실행하는 행위; (3) 비 내부인원이 부정당한 수단 또는 기타 경로를 통하여 내부정보를 취득하여 해당 정보에 근거하여 증권을 거래하거나 타인에게 증권거래를 권유하는 행위; (4) 기타 내부자거래행위”라고 하였다.

1.1.3 시세조종

94 李佳穗. 完善中国资本市场法制探析[J]. 中国证券期货, 2012(06).

시세조종이란 개인 또는 단체가 자신의 우세조건을 이용하여 비교적 높은 비율의 거래량과 거래액을 통제함으로써 기타 투자자들로 하여금 경쟁하지 못하도록 하여 증권시장의 경쟁을 배척하는 행위를 의미한다.

시세조종에서의 우세조건이란 개인 또는 단체, 즉 조정자가 자금의 우세나 정보의 우세를 부당히 이용하거나 또는 직권을 남용하는 등을 의미하는 바, 이는 증권시장의 가격에 영향을 미쳐 투자자들로 하여금 증권을 거래하도록 하고 증권시장의 질서를 교란하게끔 하게된다. 중국 “증권법” 제 77 조에서는 시세조종의 구체적인 양태를 다음과 같이 규정하고 있다. “(1) 단독적으로 혹은 공모하여 자금우세, 지분우세를 집중하거나 정보우세를 이용하여 연합 또는 연속적인 거래를 진행하여 증권시장의 가격 또는 증권거래량을 조종하는 행위; (2) 타인과 공모하여 사전에 약정한 시간, 가격과 방식으로 서로 증권거래를 행하여 증권거래가격 또는 증권거래량에 영향을 미치는 행위; (3) 자신이 실질적으로 지배하고 있는 계좌 사이에서 증권거래를 행하여 증권거래가격 또는 증권거래량에 영향을 미치는 행위; (4) 기타 수단으로 증권시장을 조종하는 행위.”

1.1.4 고객사기

고객사기란 증권회사 및 해당 직원들이 증권거래를 함에 있어 고객의 의사에 반하여 고객에게 손해를 끼치는 행위를 의미한다. 증권회사와 고객들 사이에는 대리관계가 존재하기에 고객사기는 계약위반행위에 속할 뿐만 아니라 동시에 중국 “증권법”의 고객사기를 금지하는 규정에도 위반되기에 증권회사는 권리침해에 대한 책임도 부담하여야 한다. 이에 고객사기는 대리권 일탈책임과 권리침해책임이 중첩되는 증권사기행위이다. 중국 “증권법” 제 79 조에서는 고객사기의 행위유형에 대하여 다음과 같이 열거하고 있다. “(1) 고객의 위탁을 위반하여 증권을 거래하거나 (2) 규정한 시간 내에 거래에 관한 서면확인문건을 고객에게 제공하지 않거나 (3) 고객의 위탁으로 거래한 증권 혹은 고객 계좌상의 자금을 유용하거나 (4) 고객의 위탁을 받지 않는 상황에서 무단으로 고객에게 증권을 거래하도록 하거나 고객을 명의를 도용하여 증권거래를 행하거나 (5) 수수료를 도모하기 위하여 고객으로

하여금 불필요한 증권거래를 행하도록 하거나 (6) 미디어 또는 기타 방식으로 허위적 또는 투자자를 오인할 수 있는 정보를 제공 또는 전파하거나 (7) 기타 고객의 진실한 의사표현에 위배되는 고객의 이익을 손해하는 행위.”

1.2 구분개념 - 미공개정보이용거래죄와의 구분

중국 형법 제 180 조는 아직 공개되지 않은, 시장에 중대한 영향력을 미치는 정보를 이용하여 불법적으로 이익을 취득하는 행위를 규제하고 있는 바, 제 1 항에서 내부자거래죄를, 제 4 항에서 미공개정보이용거래죄⁹⁵를 규정하고 있다. 미공개정보이용거래죄에 대한 규정은 “형법수정안(7)”으로부터 시작되었는데 구체적으로 증권거래소, 선물거래소, 증권회사, 선물매니저회사, 기금관리회사, 상업은행, 보험회사 등 금융기관의 임직원과 증권부서 및 관련 협회의 임직원들이 규정을 위반하여 직무권한으로 취득한 내부정보 이외의 미공개정보를 이용하여 당해 정보와 관련된 증권, 선물거래를 행하거나, 명시적 또는 묵시적 방식으로 타인에게 관련 거래활동을 실행하도록 하는 행위⁹⁶를 가리킨다. 미국과 일본의 경우와 달리, 중국에서 이와같이 각각의 조문으로 규정한 원인은 중국에서 내부정보에 대한 규제범위가 좁은 이유에서이다. 기술한 두 가지 규정은 일견 유사한 점이 있는 것으로 보이지만, 구성요건상 다음과 같이 상이하다.⁹⁷

첫째, 미공개정보와 내부정보는 각각 포섭하는 개념이 상이하다. 내부정보의 경우, 이는 중국 “증권법” 제 67 조와 제 75 조의 규정에 근거를 두고 있으며 또한 중국의 형법에도 규정하고 있다. 중국 형법상의 내부정보란 주요하게 상장회사의 경영상황, 재무상황, 관리상황 등과 관련되는 실질적인 정보를 가리키는 바, 이러한 정보들은 상장회사에서 기인한 것이기에 그 핵심은 상장회사정보이다. 미공개정보의 경우, 관련 금융기구의 임직원들이 직무상의 권한을 이용하여 취득한 내부정보 이외의 기타 미공개정보를 가리킨다. 이는 내부정보가 포섭하지

95 중국에서 “Rat Trading”죄라고도 한다. 각주 95 를 참조.

96 중국 “형법수정안(7)” 제 180 조 제 4 항의 규정을 참조.

97 冯殿美,杜娟. 内幕交易、泄露内幕信息罪若干问题研究[J]. 法学论坛, 2006(02).

않는 그 이외의 정보를 의미한다. 구체적으로는 상장회사 이외의 기타 증권시장에 참여하는 행위주체로부터 오는 증권가격에 영향을 줄 수 있는 정보이다. 예컨대 투자주체들로부터 오는 투자결정정보 등인데 가장 전형적인 것은 기금회사에서 각종 증권에 투자하는 포지션 정보, 이외 관련 협회, 규제기관 등으로부터 오는 정책정보도 이에 포함된다. 이런 정보는 정보소스상 내부정보와 다르지만 증권가격에 영향을 미치기에 본질적으로 내부정보와 다름이 없다. 유럽과 미국의 경우, 미공개정보에 대하여 따로 규정한 바 없이 내부정보라는 개념으로 모두 포섭을 하고 있지만 중국은 이에 대하여 따로 규정하고 있기에 정보범위에서 판단함에 있어서 보다 더욱 우선적으로 고려함이 요청된다.

둘째, 미공개정보를 알고 있는 자와 내부자의 개념이 서로 상이하다. 중국 “증권법”, “형법” 및 관련 법률들에서는 모두 내부자를 직접적으로 내부정보를 취득한 자와 간접적으로 내부정보를 취득한 자로 분류하고 있다. 내부정보의 직접적인 취득자는 내부정보의 제작자, 참여자 및 직무책임으로 내부정보를 취득한 자 등이 포함되고 간접적으로 내부정보를 취득한 자는 앞서 서술한 경우의 내부자들이 명시적 또는 묵시적인 방식으로 내부정보를 누설하여 이를 취득한 자 및 불법적인 수단으로 내부정보를 취득한 자 등이 포함된다. 내부자의 본질은 상장회사의 중대한 정보를 알고 있는 자이다. 이와 비교할 때 미공개정보이용거래죄의 행위주체는 중국 “형법” 제 180 조 제 4 항에서 규정한 바와 같이 보다 넓다는 것을 알 수 있다. 본 죄의 행위주체는 우선 일정한 직무연관성이 있어야 하는데 금융기관의 임직원 및 관련 감독관청 또는 관련 협회의 임직원 등의 신분(이하 “관련자”)이어야만 직무상의 권한을 이용하여 미공개정보를 취득할 수 있게 된다. 또한 관련자들이 접촉할 수 있는 정보들은 회사내부 경영상황과 직접적인 연관이 없는 투자결정에 영향을 미치는 정보 또는 보다 광범위한 정책정보여야 한다. 따라서 미공개정보를 알고 있는 자는 내부정보를 알고 있는 자보다 그 범위가 더 크고 넓다고 할 수 있다.

셋째, 미공개정보이용거래죄는 자연인이 주체인 범죄에만 해당하고 법인 등의 단체가 주체인 범죄에는 해당되지 않는다. 내부자거래죄는 단체가 주체인 범죄인 경우가 가능하다. 중국 “형법” 제 180 조 제 2 항의 규정에 의하면 법인 등의 단체가 전조의 죄를 범하게 될 때는 법인 등의 단체에 대하여 벌금형을 선고하고 이와

별개로 직접적인 책임을 물을 수 있는 주요한 실행주체와 기타 직접적 책임자들에 대하여 5 년 이하의 유기징역 또는 단기징역을 선고할 수 있다. 즉 법인 등의 단체가 주체에서 내부자거래죄를 행할 경우, 개인보다 처벌이 가볍다고 할 수 있다. 그러나 미공개정보이용거래죄의 경우, 법인 등의 단체가 주체인 범죄는 규정되어있지 않다. 이런 범죄유형은 죄형법정주의 원칙에 따라 법인 등의 단체에 대하여 본 항목으로 처벌할 수 없게 된다. 이 경우 “전국인대상무위원회에서 ‘중화인민공화국형법’ 제 30 조의 해석에 관한 해석”의 규정에 따라 회사, 기업, 사업단위, 기관, 단체 등이 “형법”에서 규정하고 있는 사회위해행위를 행할 시, ‘형법’ 및 기타 법률에서 법인 등의 단체에 대한 형사처벌을 규정하고 있지 않는 경우 당해 행위를 조직하고 계획한 자에 대하여 형사책임을 물을 수 있다. 따라서 법인 등의 단체에서 미공개정보이용거래죄를 행할 시, 당해 행위를 조직, 계획, 실시한 자에 대하여 내부자거래죄의 개인범죄에 대한 형사책임을 추궁할 수 있다.⁹⁸ 즉 최고 5 년 이상 10 년 이하의 유기징역을 선고할 수 있다. 결론적으로 법인 등의 단체에서 미공개정보이용거래죄를 범할 경우 내부자거래죄를 범한 법인 등의 단체보다 처벌이 더 중하다.

넷째, 미공개정보를 누설하는 행위는 미공개정보이용거래죄로 처벌되지 않는다. 내부정보를 누설하는 행위는 내부자거래죄의 한가지 유형으로 내부정보를 아는 자가 비록 내부자거래에 참여하지는 않았지만 관련 내부정보를 누설하여 타인이 내부자거래에 행하는 결과를 초래하게 된다면 본 죄에 해당하게 된다. 그러나 미공개정보를 알고 있는 자가 이를 누설 할 시 “형법” 등 다른 법들의 규정에 따라 처벌된다. 예컨대 투자회사의 중요한 투자정보를 누설할 시 상업비밀침범죄에 해당이 되고 업계의 관련 협회 내지는 금융규제기관의 임직원이 미공개 국가정책을 누설할 시 국가비밀누설에 따라 범죄를 구성하게 된다. 그러나 “형법”에서 미공개정보누설죄를 규정하고 있지 않기에 내부정보누설죄에 근거하여 처벌할 수 없다.

98 중국 “형법” 제 180 조 제 4 항의 규정에 의하면 미공개정보이용거래죄의 경우 내부자거래죄에 비추어 처벌한다라고 규정한바가 있다.

2. 내부자거래의 현황

중국은 20 여 년 전부터 “증권법”, “임시방법” 등의 관련 법률 등을 제정하여 증권시장의 질서를 규범화하고 시장의 입법체재를 완성하도록 노력하여왔다. 그러나 증감회에서 공시한 내용에 따르면 시장에서의 위법행위, 특히 내부자거래행위는 여전히 성행하고 있다.⁹⁹ 아래 2005 년부터 2016 년까지 증감회에서 공시한 정보와 논란이 되었던 사건을 바탕으로 내부자거래의 현황에 대하여 간략하게 살펴보고자 한다.

2.1 내부자거래사건 사건수의 현황

중국 증감회 사이트에서 공시한 정보에 따르면 2005 년부터 2015 년 사이에 증감회에서 행정처벌은 내린 사건은 총 674 건이다. 그 중 여러 가지의 위법행위유형이 포함되었는데 예컨대 내부자거래뿐만 아니라 시세조종행위, 허위사실유포, 불법적인 주식 소유 또는 매매 등이 그 예이다. 그 중 내부자거래 사건 수는 143 건으로써 총 사건수의 21.22%에 해당한다. 이 143 건 중 미공개정보이용거래사건이 3 건 포함되는 바, 이는 중국의 “증권법” 수정안에서 “미공개정보이용거래의 책임은 내부자거래와 같다”라고 규정하였기 때문이다.¹⁰⁰

99 李琦, 叻菲菲, 我国证券市场内幕交易现状及成因分析[J].上海商学院学, 2016, (6), 102-103.

100 증감회 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201601/t20160115_289929.html.

**표1 2005년부터 2015년까지 중국 증감회에서 수사한
내부자거래 사건수에 대한 통계**

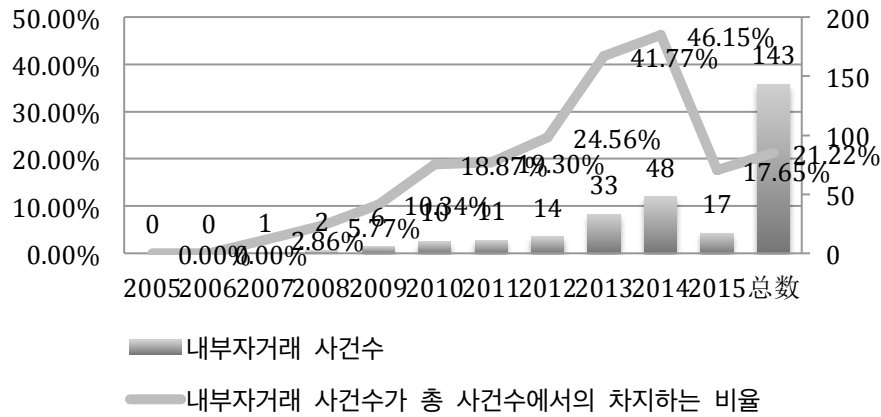


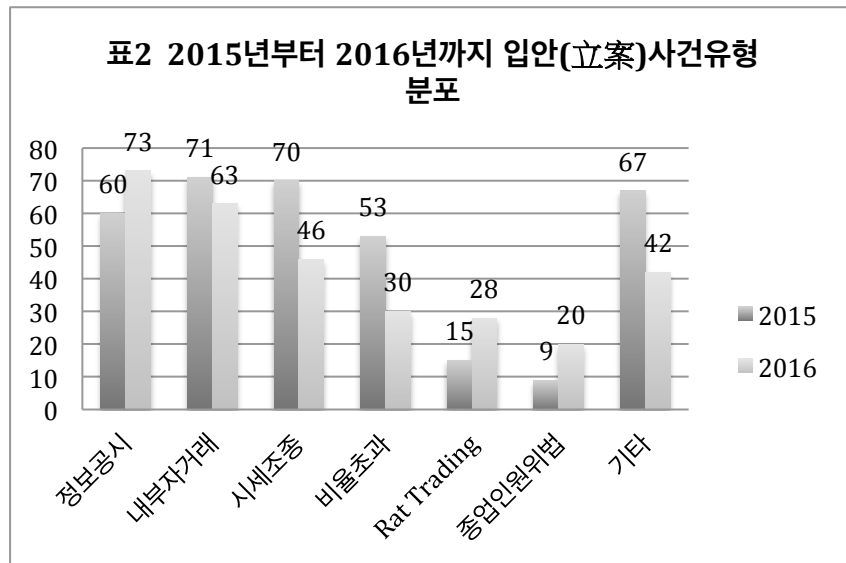
표1¹⁰¹에서 보듯이 중국의 내부자거래 사건 수가 차지하는 비율은 2011까지는 완만하게 이후 2014년까지는 급격하게 상승추세를 보이고 있으나 매년 증가속도는 일정한 차이가 존재한다. 표에서 2010년과 2013년의 증가폭이 가장 크다는 것을 알 수 있는데 증가속도는 각각 8.53%와 17.21%이다. 또한 11년간의 수치 중 2014년의 총 내부자거래수가 48건으로 가장 많았고, 이는 총 사건수의 46.15%를 차지하는 수치이다. 이후 2015년부터 내부자거래사건수가 대폭 하락하였으나 2015년부터 2016년 증권감독집법보고서에 따르면 2015년 입안(立案)¹⁰²된 내부자거래사건의 수는 71건으로써 가장 많은 비중을 차지하였고 2016년의 경우, 63건으로 Rat Trading¹⁰³ 과의 전체 합계는 여전히 여덟 가지 입안(立案)사건유형에서 최고의 비율을 차지하고 있다. (표2)¹⁰⁴

101 증감회 [http://www.csrc.gov.cn/pub/zjpublic/\(2016-03-16\)](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjpublic/(2016-03-16)).

102 입안(立案)이란 중국에서公安, 사법기관 및 기타 행정집법기관에서 사건을 접수한 뒤 각각의 관할 범위에서 심사한 후 소송안건으로 수사를 진행해야 하거나 심사를 받아야 한다고 인정될 때 하는 소송절차이다. 즉 소송의 시작단계이다.

103 펀드 매니저 등이 고객의 대량 주문을 내기 전 자신의 개인 계좌에 미리 동일 종목인 자신의 주식 등을 거래하는 행위를 의미한다.

104



2.2 내부자거래 행위주체의 유형

미국과 중국의 관련규정에 의하면¹⁰⁵ 내부자거래의 행위주체를 상장회사의 내부인원, 시장의 관련 인원, 감독관청의 관련 인원 및 불법적으로 정보를 취득한 인원 등으로 네 가지로 분류하고 있다. 2005년부터 2015년까지 증감회에서 공시한 143건의 내부자거래사건에 따라 내부자거래의 행위주체에 대하여 분석하면 표3과 같다.

증감회 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201702/t20170210_310614.htm
1

105 중국 “증권법” 제 76 조, 중국 “형법” 제 180 조 제 1 항, “임시방법” 제 14 조를 참조.

표 3 2015 년부터 2015 년까지 내부자거래 행위주체에 대한 통계					
연도	내부자거래 행위주체				합계
	상장회사의 내부인원	시장의 관련인원	감독관청의 관련인원	불법적으로 정보를 취득한 인원	
2005	0	0	0	0	0
2006	0	0	0	0	0
2007	1	0	0	0	1
2008	4	0	0	0	4
2009	8	1	0	1	10
2010	16	0	0	6	22
2011	11	4	0	3	18
2012	17	7	0	8	32
2013	19	9	2	35	65
2014	29	12	3	28	82
2015	6	4	1	11	22
합계	111	37	6	102	256
비율	43.36%	14.46%	2.34%	39.84%	1

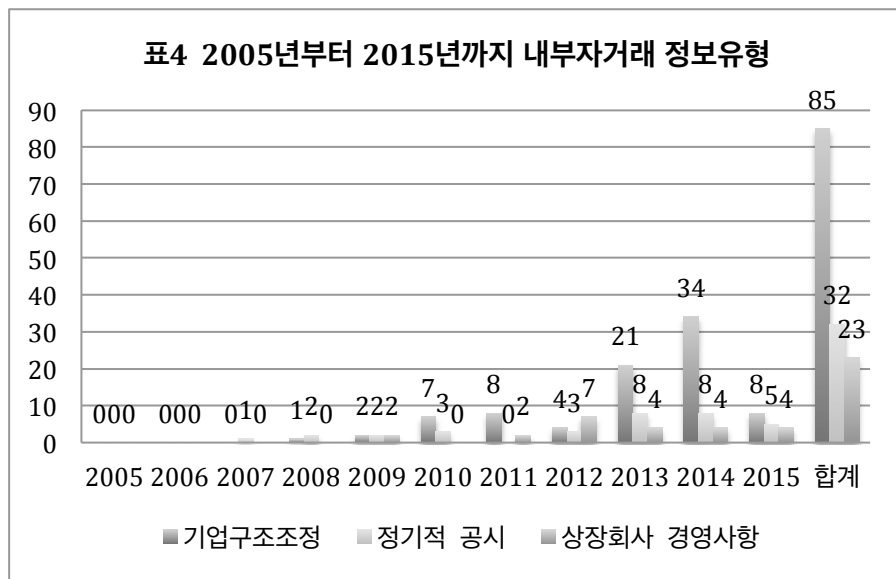
표3에 의하면, 143건의 내부자거래 사건에서 모두 256명의 행위주체가 관련되었는 바, 이 중 상장회사 내부인원의 비중이 43.36%로써 가장 많다. 그 다음으로는 불법적으로 내부정보를 취득한 인원으로 이는 총수의 39.84%를 차지한다. 비록 두 항목의 건수는 9개의 차이에 불과하지만 2013년 이전의

상장회사 내부인원의 수치는 불법적으로 내부정보를 취득한 인원보다 명확히 높은 바 2013년 이후 후자의 수치가 대폭적으로 증가하여 전자를 초과하는 추세를 보이고 있다. 위 분석기간에서 증권거래소 관련인과 감독관청의 관련인은 주요한 비중을 차지하고 있지는 않지만 감독관청의 관련인들이 연루되는 모습은 2013년부터 서서히 나타나기 시작하여 최근에는 해마다 상승추세를 보이고 있다는 점을 주의깊게 살펴보아야 한다. 요컨대 2011년과 2015년의 수치가 그 전 해에 비해 상대적으로 하강한 것을 제외하고 전반적으로 지난 10여 년간 해마다 관련 사건수가 증가되고 있음을, 그리고 내부자거래에 참여하는 행위주체의 유형이 다변하고 있음을 확인할 수 있다.

2.3 내부정보의 예

모든 내부자거래는 내부정보로부터 획득한 이후 개시되는 만큼 내부정보는 내부자거래의 필수요소이다. 이에 내부정보에 대한 판단은 내부자거래를 연구함에 있어서 중요한 가치를 가지고 있다. 중국 “증권법”은¹⁰⁶ 내부정보를 미공개성, 중대성, 직접적인 연관성 등 원칙에 기초하여 기업구조조정, 정기적 공시 및 상장회사의 경영 관련 사항으로 나누어 규정하고 있다. 그 중 기업구조조정은 인수합병, 채무 재구성(debt restructuring), 우회상장, 지분양도 등이 포함되고 정기적 공시는 회사업적변경, 배당정보, 증자 등을 포함하고 있다. 상장회사의 경영 관련 사항에는 주요하게 중요한 계약체결, 대외투자, 중대한 연구성과 등이 포함된다. 표4에서 보다시피 2005년부터 2015년까지의 내부정보의 유형 중 기업구조조정 분야는 85건으로써 전체의 60.71%를 차지하고 그 다음으로는 정기적 공시 분야가 22.86%, 마지막으로 상장회사의 경영 관련 사항 분야가 16.43%를 차지하고 있다.

106 중국 증권법 제 72 조 참조.

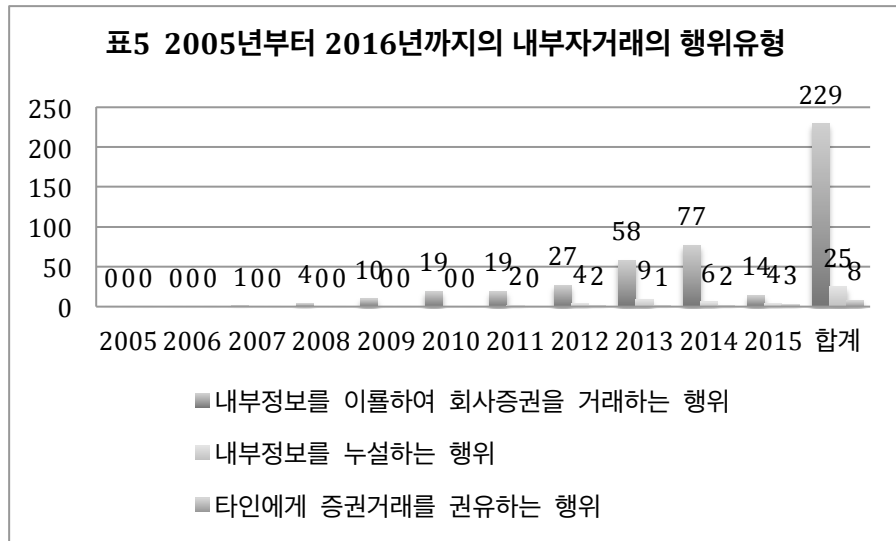


2.4 내부자거래의 행위유형

중국 “증권법”의 규정에 의하여¹⁰⁷ 내부자거래의 행위유형을 세 가지로 분류할 수 있다. 그 첫째로는 내부정보를 이용하여 회사증권을 거래하는 행위, 둘째, 내부정보를 누설하는 행위, 마지막으로 타인에게 증권거래를 권유하는 행위이다. 2005년부터 2015년까지의 수치에 의하면 전체 행위주체수는 256명이며 전술한 세 가지 분류에 따른 행위주체의 수는 각각 229명(87%), 25명(10%), 8명(3%)로 총 262건의 규제위반 사례가 보고되었다.(표5) 이는 6명의 행위주체가 한 가지 이상의 내부자거래 유형에 해당되었기 때문이다. (표3과 대조) 이에 의하면 내부정보를 이용하여 증권을 거래하는 행위는 여전히 내부자거래의 주요한 행위유형임을 알 수 있다. 그러나 시장의 발전과 더불어 많은 내부거래자들이 자신의 계좌로 거래를 행할 뿐만 아니라 여러 개의 계좌를 개설하거나 지배하는 방식으로 시장의 주의력을 분산시켜 거래를 행하고 있다. 내부정보를 누설하는

107 중국 증권법 제 76 조 참조.

행위 및 타인에게 증권거래를 권유하는 행위 유형은 2011년부터 나타나기 시작하여 점차적으로 다원화되고 복잡한 추세를 보이고 있다.



2.5 내부자거래에 대한 처벌현황

중국의 현행 법에 의하여 내부자거래에 대한 처벌은 다음과 같이 분류할 수 있는 바, 경고(A), 벌금(B), 불법소득 압수(C), 불법적으로 소유하고 있는 증권을 처리하도록 명령(D), 주요 책임자의 해직을 건의(E), 시장 진입 금지(F), 직접적인 책임이 있는 관리인원의 종업자격을 정지(G), 형사처벌(H) 등이 그 예이다(표6).¹⁰⁸ 증감회에서 공개한 2005년부터 2015년까지의 행정처벌사건에 대하여 분석하면 다음과 같은 수치를 얻을 수 있다.

108 Hongming Cheng, Insider trading in China: the case for Chinese Securities Regulatory Commission[J]. Journal of Financial Crime, 2008(152):165-178.

표 6 2005 년부터 2015 년까지의 내부자거래에 대한 처벌상황					
처벌방식	B	C	A+B	B+C	B+D
행위주체 수	107	3	13	99	4
비율	40.84%	1.15%	4.96%	37.79%	1.53%
처벌방식	A+B+C	B+C+D	B+C+H	B+C+G+H	합계
행위주체 수	2	31	1	2	262
비율	0.76%	11.83%	0.38%	0.76%	1

표6의 262건의 내부자거래 건수 중 처벌대상에는 6개의 상장회사 및 기관과 전술 표3중의 256개의 내부자거래의 행위주체를 포함하고 있다. 중국에서 내부자거래의 행위주체에 대한 처벌은 주로 벌금형을 위주로 하고 그 다음으로 벌금과 불법소득의 압수를 병행하는 방식이다. 그러나 형사처벌을 선고받은 사건은 세 건뿐이고 모두 “미공개정보”를 이용한 행위이다.

이외, 증감회에서 공개한 정보에 의하면 2005년부터 2015년까지 내부자거래로부터 기인한 민사배상 사건수는 단 3건으로써 “천닝펑 v. 신강천산세멘트주식유한회사 원 부총경리 천쨰량 내부자거래 민사배상사건”, “천주링 v. 판하이선 내부자거래 배상분쟁사건”, “광대증권내부자거래 민사배상사건”이 그 예이다. 그 중 “광대증권내부자거래 민사배상사건”만 원고가 승소하였다. 이로부터 중국에서 내부자거래로 인한 민사배상사건은 소송수가 적고 승소하기도 어렵다는 것을 알 수 있는데 이는 중국의 민사배상제도의 미비로 초래된 결과이다.

2.6 소결론

전술한 분석을 살펴보자면 중국의 내부자거래사건수는 많지 않지만 일부 사건들의 영향력이 크고 파급범위도 넓다는 것을 알 수 있다. 이런 사건들 중에는 많은 관련자들이 연루되는 바, 다음과 같은 세 가지 특징을 가지고 있다.

첫째, 내부자거래에 연관된 공무원이 많다. 최근 들어 관련 공무원들이 내부자거래에 참여하는 사건수가 늘어나고 있는데 이는 시장의 투자질서를 교란하고 중소투자자들의 이익을 침해하며 투자자들의 시장에 대한 신뢰를 파괴하는 새로운 현상이다. 예컨대 중산공용¹⁰⁹ 내부자거래사건에서 리치훙이 시장직무를 맡게 된 후 중산공용과학기술회사의 경영구조변경사업을 시작하여 직무권한을 남용하여 탄칭중을 전술한 회사의 책임자로 임명하여 관련 사업을 실행하도록 하였다. 이후 경영구조변경의 정보가 대외적으로 공시되지 않은 상태에서 남편, 친척들에게 670만 위안에 해당되는 회사주식을 구매하도록 하여 2개월 내에 1980만 위안의 이익을 취득하게 하였다. 이 사건에서 보다시피 관련 공무원들은 내부정보를 취득함에 있어서 배타적인 우월성을 가지고 있기에 그들의 위법행위를 조장하는 결과를 초래하고 있다. 이에 증권업계 관련 공무원들에 대한 감독의 강화가 요청된다. 유사한 예로써 고순도자기내부거래사건이 있다. 이는 2009년 고순현의 고순도자기회사에서 발생한 사건으로 회사의 경영구조변경을 실행하고 있는 시기에 남경시정부 대표로 구조변경회의에 참석한 류보춘이 해당 정보가 대외적으로 공시되기 이전에 자신의 아내에게 정보를 유출하여 정보가 공개되기 전에 60만 위안에 해당하는 고순도자기의 주식을 구입하고 사후 매도함으로써 700만 위안의 불법이익을 취득한 사건이다. 이 사건에서도 살펴볼 수 있듯이 관련 공무원에 대한 관리감독이 미비하여 내부자거래를 초래하게 되었다.

둘째, 상장회사의 실제 지배인과 고급관리인들이 내부자거래에 참여하는 비중이 크다. 증감회의 통계에 의하면 회사의 인수합병은 내부자거래가 빈번히 발생하는 유형이다. 상장회사의 고급관리인원들은 회사경영에 직접적으로 참여하는 인원들로서 인수합병에 관련되는 정보를 가장 빠르게 획득할 수 있는 사람들이기에 내부자거래를 행함에 있어서 유리한 조건을 제공하고 있다. 그 중 가장 전형적인

109 Zhongshan Public Utilities Group Co., Ltd.

사건이 바로 황광유내부자거래사건¹¹⁰이다. 황광유는 2007년 연말까지 중국의 부자순위 1위로서 자산 총수는 400억 위안에 달하였다. 그러나 더 많은 이익을 취득하기 위하여 그는 내부자거래에 참여하게 되어 북경중관춘과학기술회사의 실제지배인으로서 당해 회사의 구조조정을 조작하여 회사의 중대 사항이 공개되기 전에 타인의 명의로 증권시장에서 80여 개의 계좌를 개설하여 그의 아내로 하여금 거래를 행하도록 하였다. 2007년 4월부터 6월 사이에 황광유는 타인 명의 계좌로 900만 위안에 해당되는 중관춘 주식을 매수하고 2007년 8월부터 9월 사이에도 같은 방법으로 1억 위안에 상당하는 주식을 매수하여 총 3억 위안의 이익을 취득하였다. 이 사건에서 보다시피 회사의 실제지배인 또는 고급관리인원들은 모두 내부정보에 가장 먼저 접근하는 자들이기에 이들에 대한 효과적인 관리감독여부가 내부자거래를 규제하는 전제임을 알 수 있다.

셋째, 정보수령자의 내부자거래수가 많아지고 있다. 이에 해당되는 가장 전형적인 사건이 바로 항소강구¹¹¹ 사건이다. 이는 또한 중국에서 비내부정보자가 내부자거래를 행한 첫 사건이다. 진 모씨는 당해 회사의 직원으로서 2002년부터 왕 모씨와 공모하여 진 모씨가 제공하는 내부정보에 기반하여 왕 모씨가 주식거래를 행하도록 하였고 수익발생 시 수익의 30%를 진 모씨가 차지하도록 하고 손해 발생 시 왕 모씨가 부담하기로 하였다. 몇 년간 왕 모씨는 전술한 방법으로 4700만 위안의 이익을 얻게 되었는데 이 사건에서 왕 모씨와 진 모씨는 공동으로 내부자거래를 행하면서 진 모씨가 내부정보를 제공하고 왕 모씨가 출자하여 협력하는 방식으로 전형적인 공모형 내부자거래를 행하였다. 이처럼 다양한 모습으로 나타나고 있는 내부자거래 형태에 대응하여 이에 맞는 규제를 적시에 강화하여야만 보다 철저히 내부자거래를 규제할 수 있다.

110 (2010)二中刑初字第 689 号.

111 HANGXIAO STEEL STRUCTURE CO.,LTD

전술한 사건 이외에도 광웅내부정보누설사건¹¹², 광대816사건¹¹³ 등이 있었는데 이는 중국의 내부자거래에 대한 규제가 시급하다는 것을 보여주는 예이다. 최근의 내부자거래 사건들을 살펴보면 사건에 관련되는 행위주체가 점차적으로 다양해지고 있고, 내부자거래의 행위수단이 은폐성을 띠고 있을 뿐만 아니라, 내부자거래가 기타 위법행위, 예컨대 뇌물수수와 같은 부패행위와 교차된 사건수가 상승하고 있다는 것을 알 수 있다.¹¹⁴ 이에 반드시 사건마다 구체적인 원인을 분석하고 법적 대책을 강구하여 최종적으로 효과적인 규제를 정비할 수 있도록 하여야 한다.

112 中国证监会行政处罚决定书(况勇、张蜀渝、徐琴), (2010) 32 号, 2010 年 8 月 9 日. 사건개요: 2005 年 10 月, 원 거리전기(格力电器) 회장비서인 광웅은 집에서 여러 차례 타인과 통화하면서 거리부동산회사가 해성과학기술회사 통한 우회상장 사항을 얘기하였는데 그의 아내인 장수위는 통화내용을 듣게 되었다. 10 月 25 日 장수위는 전술한 우회상장 정보를 조카인 서금에게 알려주어 10 月 25 일부터 26 일까지 서금은 남편 이 모씨와 자신의 계좌를 통하여 해성과학기술의 주식을 9.96 만주 매수하였다. 당해 주식은 거래가 재개될 때 가격이 여러배 폭등하여 서금은 이를 매도함으로써 11.23 만원의 이익을 취득하였다. 2010 年 8 月, 증감회는 광웅에게 과실로 내부정보를 누설함을 인정하고 장수위에게 내부정보를 누설하고 타인에게 당해 증권거래를 권유함을 인정하며 서금에게 당해 증권을 거래하였다는 점을 인정하여 광웅과 장수위에게 3 만원의 벌금을 처하고 서금에게 불법소득 압수 및 같은 금액의 벌금형을 처하였던 사건은 중국 증감회에서 “과실로 내부정보를 누설”에 대한 첫 징벌사건인데 관련 책임자들이 내부정보에 대하여 엄격한 비밀유지의무가 있기에 과실로 누설하였다고 하더라도 책임을 부담하여야 함을 명확하였다.

113 사건개요: 2013 年 8 月 16 日 11 시 05 分, 광대증권회사는 ETF(Exchange Traded Funds)의 차익거래(arbitrage)를 행하면서 시스템상의 오류로 거래시스템상 234 억 위안의 거대한 자금으로 주식을 구입신청하여 실제 72.7 억 위안의 거래를 완성하였다. 같은 날 13 시, 시장이 오픈된후 광대증권회사는 공시하지 않은 상황에서 주가지수선물거래를 공매하는 방식으로 ETF의 Risk Hedging을 매도하고 14 시 22 분에야 “회사의 시스템상 문제가 발생하였다”고 공시하였다. 같은 해 11 月, 증감회에서는 광대증권회사에 대하여 내부정보가 공시되기전에 보유하고 있던 주식을 ETF의 매도와 주가지수선물거래의 공매계약으로 전환하는 행위는 내부자거래행위를 구성하여 불법소득압수 및 5.2 억 위안의 벌금형의 행정처벌결정을 내렸다. 2013 年 12 월부터, 상해 제 2 중급법원에서는 투자자들이 광대증권회사에 대한 증권, 선물거래에 관한 내부자거래손해배상사건의 소송을 접수하기 시작하였다.

114 陈洁, 证券欺诈侵权损害赔偿研究[M]. 北京大学出版社, 2002, 157.

3. 중국에서 내부자거래에 대한 규제연혁

중국은 1980년대 초기에 이르러서야 증권시장을 형성하게 되었다. 증권시장의 시작이 늦었기 때문에 당시 내부자거래를 제재하는 법률은 완벽하지 못했다. 증권시장의 부단한 발전에 따라 사람들은 내부자거래가 증권시장에 초래하는 위해성에 대하여 깊이 인식하게 되어 입법적으로 내부자거래에 대한 규제를 시작하게 되었다. 중국의 증권시장은 현재까지 30여 년의 발전을 거쳐 상대로 효과적인 내부자거래 감독체계를 구성하고 있는 동시에 여러 위법행위의 책임에 대하여서도 민사적, 형사적, 행정적인 책임체계를 형성하였다. 그러나 중국경제의 지속적인 발전에 따라 증권시장의 규모는 부단히 확대되고 거래도 나날이 활발해지게 되었고, 이에 따른 내부자거래 등의 위법행위들도 더욱 복잡하고 은폐성이 높게 변화되는 모습을 보여주고 있다. 그러나 이에 대응하는 법적 규제는 변화를 따라가지 못하기에 중국은 현재의 시장환경에 적응하는 새로운 규정을 제정하여 이런 위법행위들을 제재할 필요성이 대두되고 있다.

중국은 일찍이 1993년에 국무원으로부터 두 건의 증권규제법률문건을 제정하였는데 그중 첫번째는 “주식발행과 거래관리 임시시행조례¹¹⁵⁾”이다. 본 조례의 제72조와 제81조 제14항, 제15항에서 내부자거래에 대한 규제를 규정하고 있었다. 다른 한 건은 “임시방법”으로 본 방법은 구체적인 처벌규정 중에서 “법에 의하여 형사책임을 추궁한다”라는 문구를 사용하였지만 이에 반해 당시의 형법에서는 내부자거래가 범죄로 인정되지 않았다. 이런 상황에 비추어 중국은 1997년에 형법에 대하여 비교적 큰 범위의 개정작업을 진행하여 제180조에 내부자거래죄 및 내부정보누설죄를 신설하여 내부자거래죄를 형법규제의 대상으로 포섭하기 시작하였다. 이를 바탕으로 중국은 1998년 “증권법”을 제정하여 중국에서 내부자거래를 제재하는 중요한 법적근거로 삼게 되었다. 위 법은 제67조부터 제70조까지 금지하는 내부자거래 행위에 대하여 구체적으로 규정하였고

115 股票发行与交易管理暂行条例, Interim Provisions on the Management of the Issuing and Trading of Stocks.

제183조에서 책임부담방식을 규정하고 있었다. 그러나 위 법은 나날이 변화 발전하는 증권시장의 현실을 따라가지 못하였기에 더욱 강력한 규제가 요청되었다.¹¹⁶ 이에 2005년 10월 “증권법”의 개정안이 마련된 바, 이 개정법은 비교적 넓은 범위에서 수정이 이루어졌는데 그 중 제73조부터 제76조까지 내부자거래행위에 대하여 규제하고 제202조에서 책임부담방식에 대하여 규정하였다. 동시에 새로 수정된 “증권법”에 근거하여 증감회에서도 내부자거래를 규제함에 있어 구체적인 양태를 규정할 수 있는 권한을 가지게 되었는데 증감회에서는 2007년 9월에 관련 지도성문건을 통과하여 내부자에 대한 정의를 세분화하고 내부자와 내부정보의 범위를 확대하였다.

그 후에도 중국은 내부자거래에 대한 제재를 점차적으로 더 중시하게 되었고 일련의 법률을 제정하여 본격적으로 내부자거래에 대한 엄격한 관리에 돌입함을 선포하게 되었다. 2009년 2월 28일, 전국인민대표대회상무위원회에서 “형법수정안(7)”을 통과하였는데 본 수정안은 원 “형법” 제180조 제1항을 개정하여 “명시적, 묵시적 행위”를 추가하였다. 이에 따라 2009년 중국 “형법” 제180조에 의하면 내부자거래를 인정함에 있어서 다음과 같은 점을 충족하여야 한다. 첫째 행위주체는 거래내부정보를 알고 있는 자, 혹은 불법적으로 거래내부정보를 취득한 자이어야 하고, 둘째 행위시점에 있어 반드시 증권의 발행, 또는 증권 및 선물거래의 가격에 중대한 영향을 일으킬 수 있는 정보가 공개되기 이전이어야 하며 셋째 다음과 같은 세 가지 행위상황, 즉 증권을 매도 매수하거나 당해 내부정보와 관련된 선물거래를 행하거나 또는 당해 정보를 누설, 또는 명시적, 묵시적인 방식으로 타인에게 위와 같은 거래활동을 권유하는 행위상황, 중 하나를 만족시켜야 한다. 2010년 5월, 최고인민검찰원과公安부는 “공안기관 관할하의 형사사건입안(立案)¹¹⁷의 추소 기준에 관한 규정(2)”을 공동으로 발표하여 “형법” 제180조에서의 “경우가 엄중” 하거나 “경우가 특별히 엄중”하는데 대한 해석을 진행하여 ‘내부자거래의 누적거래금액이 50만 위안 이상, 혹은 취득한 이익 또는 회피한 손실의 누적금액수가 15만 위안 이상이거나 여러 차례 내부자거래를

116 廖大颖. 证券市场与股份制论[M]. 中国政法大学出版社, 2002, 102-103.

117 각주 102 를 참조.

실행하고 내부정보를 누설한 자에 대하여는 입안(立案)하여 추소하여야 한다'고 명확히 규정하였다. 또한 2010년 11월, 국무원에서 통과한 “법에 의하여 자본시장의 내부자거래를 방지하고 통제하는데 의견에 관한 통지”¹¹⁸에서 법적으로 내부자거래를 제재, 예방하는 사업에 대하여 전면적인 업무분담을 하였다. 본 통지에 따르면 공안부, 검찰부, 국무원국유자산감독관리위원회, 부패예방국 등의 부서들은 중국 “형법”과 “증권법” 등 법규의 규정에 따라 증감회와 연합하여 내부자거래에 대한 관리감독을 하도록 요구하였다. 본 통지는 동시에 내부자거래를 제재하는 지침이기도 하여 중국의 당 중앙과 국무원에서 자본시장의 건강한 발전에 대한 높은 관심을 표명하였다. 본 통지는 현재 자본시장이 처한 새로운 현실과 특징에 맞추어 제도를 완비하여 중국 증권시장의 기반을 굳건히 하는데 큰 성과를 거두었고, 자본시장의 질서를 유지하고 투자자의 권익을 보호하는데 큰 영향을 끼쳤다.¹¹⁹

2011년 7월 13일, 최고인민법원에서 관련 부서들과 함께 북경에서 전문 좌담회를 개최하여 증권 행정처벌사건 중 증거심사인정에 관한 문제에 대하여 토론하고 “증권행정처벌사건증거심사에 관한 몇 가지 문제의 좌담회 요건기록”을 발표하였다. 본 기록은 내부자의 입증책임을 강화한 것으로, 2012년 6월 1일 최고인민법원과 최고인민검찰원은 “내부자거래, 내부정보누설 형사사건을 심사함에 있어서 구체적인 법률적용문제에 관한 몇 가지 문제에 대한 해석”을 통과하였는데 이는 두 기관의 증권, 선물범죄에 대한 첫번째 사법해석이었다. 본 해석은 세 가지 중요한 의의가 존재하는데 첫째, 내부자거래의 증명표준과 양형표준을 명확히 하였고 둘째, 불법수단으로 내부정보를 취득한 자, 특정신분으로 내부정보를 취득한 자, 및 적극적인 관계로 내부정보를 취득하는 자 등 세 가지 인원들을 불법적으로 내부정보를 취득한 인원에 귀속시켰으며 셋째, 내부자거래로 취득한 이익과 회피한 손실을 불법소득으로 명확히 하였다. 이외 내부정보를 누설하였지만 직접적으로

118 “国务院办公厅转发证监会等部门关于依法打击和防控资本市场内幕交易意见的通知”
(国办发【2010】55号)

119 于莹. 证券法中的民事责任[M]. 中国法制出版社, 2004, 218.

내부자거래를 행하지 않은 자들은 해당 거래로 인한 그들의 간접적 불법소득을 판단기준으로 삼아야 한다고 하였다.

이외, 2017년 4월 24일, 전국인민대표대회 상무위원회에서 “증권법”의 새로운 수정안에 대하여 두 번째 심사를 바탕으로 앞으로의 규제추세를 살펴보자면 내부자거래에 대하여 다음과 같은 세 가지 규제변화가 일어나게 될것을 예상할 수 있다.¹²⁰

첫째, 단기매매에 관한 규정은 1) 적용시장을 상장회사로부터 장외시장(新三板, New OTC(Over the Counter) Market)에 까지 확대하고 2) 적용대상을 확정함에 있어서 ‘실제소유’의 원칙을 명확히 개념화하여, 단독소유하고 있거나 계약 또는 기타 원인으로 타인과 공동으로 소유하는 경우, 해당 인원의 배우자와 부모, 자녀가 소유하고 있는 경우 및 전술한 자들이 타인의 계좌를 이용하여 간접소유하는 경우까지 포함하고 3) 대상증권을 본래의 주식으로부터 주식의 성질을 가지고 있는 기타 증권에 까지 확대하고 4) 6개월 이내에 반대매매를 통하여 단기매매차익을 얻은 경우 해당 수익은 회사에 반환하여야 하고 행위시정, 경고와 함께 원래의 3만 위안부터 10만 위안까지의 벌금을 5만 위안부터 50만 위안으로 증가시켰다.

둘째, 현행 중국 “증권법” 제74조를 바탕으로 내부자의 범위에 1) 발행인 자체, 2)발행인이 지배하고 있거나 실질적으로 지배하고 있는 회사 및 그 고급관리인원, 3) 회사에서 담당하고 있는 직무, 및 회사업무상의 거래로 인하여 내부정보를 취득할 수 있는 인원, 4) 상장회사의 인수인, 중대한 자산거래의 쌍방 및 그 지배주주와 실제지배인, 고급관리인원, 5) 법정직책으로 내부정보를 획득할 수 있는 주관부서, 감독기관의 임직원 등을 추가하였다.

셋째, 내부정보를 인정함에 있어서 현행 중국 “증권법” 제67조와 제75조를 바탕으로 1) 주가에 영향을 줄 수 있는 관련 정보: 1년 내에 총자산의 30%를 초과하는 중대한 매수와 매도; 관련 거래; 채무담보의 중요한 변경; 이사장,경리가 직무를 지속적으로 이행할 수 없는 경우; 실제지배인의 동업경쟁에 중대한 변화가 나타난 경우 2) 채권가격에 영향 줄 수 있는 가능성이 있는 관련 정보, 예컨대

120 中国人大网, http://www.npc.gov.cn/npc/lfzt/rlyw/2015-04/23/content_1934300.htm

신용등급의 변화: 채무가 새로 증가되어 담보가 전해 순자산의 20%를 초과하는 경우; 재산의 순자산 10%를 초과하는 채권을 포기하는 경우 등 내부정보의 범위를 추가하였다.

당해 수정안의 통과여부는 아직 결정되지 않았지만, 이는 중국에서 앞으로 내부자거래에 대한 규제의 방향을 제시해주고 있음이 분명하다. 이는 내부정보와 내부자의 범위를 보다 엄격히 하고 자본시장의 발전에 따라 처벌을 강화하며 새로운 내부자거래의 형식에 대하여 부단히 제재방식을 발전시키는 것이다.

최근 중국에서 일련의 법률을 통해 민사, 행정, 형사상 등 여러 방면에서 전면적으로 내부자거래를 규제하고 있으며 내부자거래를 규제하는 법적근거를 확립하였다. 이는 증권시장의 투자환경을 향상하고 증권시장의 질서를 보장해주는데 큰 영향을 일으키고 있다.

IV. 중국 내부자거래의 구성요건과 규제기관

1. 내부자거래의 유형

내부자거래의 유형에 대하여 여러 나라들에서 대체적으로 두가지 입장을 취하고 있다. 첫째는 내부자에 여러 양태에 따라 내부자거래의 형태를 규정하는, 예컨대 EU와 일본 등의 입장이 있고 둘째는 내부정보를 이용하는 각각의 행위형태의 차이점에 따라 유형을 규정하는 예컨대 미국과 독일 등 나라가 있다.¹²¹

중국 “형법” 제180조의 규정에 의하면 “증권, 선물거래의 내부정보를 알고 있는 자 혹은 불법적으로 증권, 선물거래의 내부정보를 취득한 자는 증권의 발행, 증권, 선물거래에 관련된 또는 기타 증권, 선물거래의 가격에 중대한 영향을 일으킬 수 있는 정보가 공개되기 전에, 당해 증권을 매입하거나 매도, 또는 당해

121 刘俊海. 现代证券法[M]. 法律出版社, 2011, 110.

내부정보와 연관되는 선물거래를 행하거나 당해 정보를 누설하거나 명시 혹은 묵시의 방법으로 타인에게 위의 거래활동을 행할 때”라고 명시하고 있으며 중국 “증권법” 제76조 제1항의 규정에 의하면 “증권거래의 내부정보를 알고 있는 자와 불법적으로 내부정보를 취득한 자는 내부정보가 공개되기 전에 해당 회사의 증권을 거래하거나 해당 정보를 누설하거나 타인에게 해당 증권을 거래하도록 권유하여서는 안 된다.”라고 하여 후자의 방식을 따르고 있음을 보여주고 있다. 중국 “형법” 제180조와 “증권법” 제76조의 관련 내용을 결합하면 내부자거래의 유형을 다음과 같은 세 가지로 분류할 수 있다.

1.1 내부정보를 이용한 거래

내부정보를 보유하고 있는 자가 그 내부정보를 이용하여 직접 거래를 행하는 것은 가장 일반적인 내부자거래의 모습이다. 여러 나라의 입법과 판례 경험에 의하면 이런 거래행위는 자기의 명의로 거래를 하거나, 타인과 합의하여 함께 거래, 또는 타인의 명의 혹은 타인의 증권계좌를 차용하여 거래하거나 타인의 위탁으로 거래를 하는 등의 모습으로 나타날 수 있다.¹²²

중국에서 내부자거래가 “내부정보를 이용하여야 한다”는 요건에 대하여 명확한 규정이 없는데 일부 학자들은 이를 중국 법률규정상 해석의 논란이 야기되는 점이라고 지적하고 있다. 중국 “증권법” 제73조의 규정에 의하면 “내부정보를 알고 있는 자와 불법적으로 내부정보를 취득한 자가 내부정보를 이용하여 거래활동을 행하는 것을 금지한다”고 하였는데 여기서 “내부정보를 이용” 하여야 한다는 용어가 사용되었지만 중국 “증권법” 제 76조의 규정에는 이런 용어가 명확히 사용되지 않았다.

이에 이런 규정들을 해석함에 있어, “내부정보를 이용”하는 것을 요건으로 하지 않게 된다. 위의 불명확한 조문들을 통일하여 객관적인 책임부담원칙을 확립함으로써 내부자거래를 규제하여 이를 통해 법률의 집행효율을 제고하여 법조문간의 명확성과 통일성을 유지하도록 하여야 한다.

122 胡光志. 内幕交易及其法律控制研究[M]. 法律出版社, 2002, 70.

1.2 내부정보를 누설

내부정보를 누설하는 것은 내부자가 내부정보를 제3자에게 누설하는 행위를 가리킨다. 이런 행위는 공개적으로 다수 불특정된 인원에게 누설할 수도 있고 비공개적으로 소수 특정된 인원들에게 알려주는 행위도 포함된다.¹²³ 이는 내부정보에 대하여 자세하게 설명할 수도 있고 정보 또는 정보와 연관되는 회사에 관하여 간략적으로 제시해줄 수도 있는데 이런 제시는 정보수령자로 하여금 이를 이용하여 내부자거래를 행하도록 할 수 있는 정도에 이르러야 한다.¹²⁴

내부정보를 누설하는 것에 대하여 정의함에 있어서 다음과 같은 세 가지 문제점을 주의하여야 한다. 우선, 과실로 내부정보를 누설하는 것이 해당 요건에 해당하는지의 여부이다. 내부자는 정보를 비밀유지의무를 부담하게 되는데 내부정보를 누설하는 것은 이런 의무에 위배된다. 이에 고의나 과실이든 모두 이에 따른 법적 책임을 부담하여야 한다.¹²⁵ 둘째, 제3자가 내부정보를 이용하여 증권거래를 실행하는 것을 요건으로 하는지 여부이다. 이에 대하여 법률상 누설행위 자체의 불법성에 치중되었기에 내부정보를 누설하는 행위는 제3자가 내부자로부터 취득한 정보를 이용하여 증권거래를 실행하였는지 여부를 구성요건으로 하고 있지 않다. 마지막으로 내부정보의 누설을 원정보의 범위로 제한하여야 하는지 여부이다.¹²⁶ 이 문제에 관하여서는 각각의 사건에 따라 구체적으로 판단하여야 한다.

1.3 내부정보에 근거하여 타인에게 거래를 권유

123 范健. 证券法[M]. 法律出版社, 2007, 189.

124 위 책 200 면 참조.

125 刘俊海. 现代证券法[M]. 法律出版社, 2011, 238.

126 井涛, 英国规制内幕交易的新发展[J]. 环球法律评论, 2007, 5, 69.

내부정보에 근거하여 타인에게 거래를 권유하는 것은 내부정보를 알고 있는 자가 내부정보에 근거하여 타인에게 권유하여 타인으로 하여금 거래행위를 행하도록 하는 것을 가리킨다. 위의 내부정보를 누설하는 행위와의 차이점은 권유의 경우는 타인이 내부정보의 구체적인 내용을 모르지만, 누설의 경우에는 내부정보의 내용을 알아야 하는 것이다. 또한 권유의 경우는 타인이 내부정보를 이차적으로 누설하는 가능성이 없다. 다수의 나라들은 법적으로 내부인이 내부정보를 이용하여 제3자에게 거래와 관련되는 증권에 대한 자문과 추천의견을 제공하는 것을 금지하고 있다. 타인에게 거래를 권유하는 행위는 내부자가 내부정보를 제3자에게 전달하는 것을 요구하고 있지 않다. 만약 권유를 받은 제3자가 실제로 증권거래를 행하지 않았다면 당해 내부자는 불법으로 인정되지 않는다.

중국 “증권법” 제76조 제1항의 규정 이외에 2009년 중국 “형법수정안(7)”에서 “형법” 제180조 기존의 규정에 한 가지 내부자거래 행위방식을 추가하였는데 “타인에게 명시, 묵시적 방식으로 전술한 거래를 행하게 하는 행위”라고 하였다. 이에 관하여 “증권법”상의 “타인에게 거래를 권유”하는 행위와 “형법”상의 “타인에게 명시, 묵시적 방식으로 전술한 거래활동을 실행하게 하는 행위” 사이의 구별 점은 따로 논의해 보아야 되는 부분이다.

2. 내부자의 범위

내부자란 특정된 증권 가격에 중대한 영향을 일으킬 수 있는 미공개된 정보를 알고 있는 자를 가리킨다. 각 나라의 증권법의 규정에 의하면 내부자의 개념은 세 가지로 분류되는데 내부인원, 합법적으로 내부정보를 취득한 자, 불법적으로 내부정보를 취득한 자 등이다.

내부자의 개념의 분류와 마찬가지로 내부인원의 범위에 대해서도 각 나라의 세부 규정은 서로 다르지만 대체적으로 세 가지이다. 첫 번째는 법률상에서 내부인원에 대하여 명확한 기준이 없는 경우이다. 그러나 이렇게 규정한 나라들은 여전히 일정한 조치를 취하여 내부자거래의 발생을 방지하고 있는데 예컨대

스위스, 브라질과 뉴질랜드 등 나라이다. 두 번째는 법적으로 내부인원에 대하여 규정을 두고 있지만 범위가 넓지 않고 전통적인 내부자거래인원에 제한되는 것이다. 예컨대 영국, 미국, 프랑스, 싱가포르, 호주 등이다.¹²⁷

중국의 경우, “증권법”과 “형법”의 규정에 의하여 내부정보의 원천을 기준으로 합법적으로 내부정보를 취득한 내부자와 불법적으로 내부정보를 취득한 내부자로 분류할 수 있다.

합법적으로 내부정보를 취득한 내부자에 관하여 “임시방법”과 중국 “증권법”의 규정에 의하면 다음과 같은 자들이 포함된다.

(1) 발행인의 이사, 감사와 고급관리인원. “증권법”은 이에 대하여 보다 자세하게 규정하였는데 고급관리인원을 경리, 부경리 및 기타 관련되는 고급관리인원들로 구분하였다. 이외 증감회의 규정에 의하면 이사회비서는 고급관리인원에 속한다고 하였다.

(2) 회사지분의 5%이상을 소유하고 있는 주주 및 그 이사, 감사 및 고급관리인원, 회사의 실제지배인 및 그 이사, 감사, 고급관리인원. “증권법”의 규정에 의하면 회사지분의 5%이상을 소유하고 있는 자는 법적으로 증권거래를 행할 수 있는 임의의 법인 등의 단체의 투자자나 개인투자자가 될 수 있다. 즉 법인일수도 있고 개인일수도 있다.

(3) 발행인이 지배하고 있는 회사의 이사, 감사, 고급관리인원. 이는 “증권법”의 규정이지만 “임시방법” 제6조의 규정은 발행인과 밀접한 관계가 있는 회사의 이사, 감사, 고급관리인원이다. 지배회사와 관계회사는 구별되는 개념으로서 발행인이 지배하고 있는 회사는 관계회사중의 하나에 불과하다. 이에 “증권법”은 발행인과 밀접한 관계가 있는 회사를 발행인이 지배하고 있는 회사로 제한하고 기타 관계회사를 포함하지 않은 것은 사실상 내부인원의 범위를 축소한 것이다. 그러나 대만증권법은 계약관계의 체결 또는 이행으로 내부정보를 알게 된 자도 내부인원에 포함시키고 있다.

(4) 회사에서 담당하는 직무로 회사의 내부정보를 획득한 인원. 예컨대 회사의 비서, 중요인원, 타자수 등.

127 何洋, 证券交易私权救济的法律探讨[J]. 法制与经济, 2014 (2), 43-44.

(5) 증권감독관리기관의 직원 또는 법정직책으로 증권의 발행, 거래에 대하여 관리하는 기타 인원. 예컨대 중국증감회, 상해증권거래소, 심천증권거래소, 증권업협회 등의 직원들을 포함한다.

(6) 보증인, 매도청구의 증권회사, 증권거래소, 증권등기결산기관, 증권서비스기관 등의 관련 인원. 증권등기결산기관이란 증권거래에 집중적인 등기, 위탁과 결산서비스를 제공하면서 영리를 목적으로 하지 않는 법인을 가리킨다. 증권서비스기관이란 증권투자자와 증권거래업무의 수요로 설립된 전문적인 투자자문기구, 자산신용평가기구 등을 가리킨다. 예컨대 증권 업무에 종사하고 있는 변호사, 회계사, 자산평가인원 등이 포함된다.

(7) 국무원증권감독관리기관에서 규정한 기타 인원. 이는 보충 조항으로서 전술한 여섯 유형의 인원 이외에 기타 합법적으로 내부정보를 취득할 수 있는 인원들을 포함시키고 있다. 동시에 이는 수권 조항으로서 국무원증권감독관리기관에 향후 수요에 따라 내부인원의 범위를 확대할 수 있는 권리를 부여하였다.

불법적으로 내부정보를 취득한 인원에 관하여 중국 “증권법” 제76조, “형법” 제180조 제1항, “임시방법” 제14조에서는 모두 불법적으로 내부정보를 취득한 인원들은 내부정보에 근거하여 증권거래를 행하거나 정보를 누설, 및 타인에게 증권거래를 권유할 수 없다고 규정하였다. 불법적으로 내부정보를 취득한 인원을 구성하려면 다음과 같은 몇 가지 요건에 부합되어야 하는데 (1) 내부정보가 존재하여야 하고 (2) 일차정보 혹은 부차정보의 구분이 없이 실질적으로 내부정보를 취득하여야 하고 (3) 정보를 취득한 수단이 불법적이어야 한다. 구성요건 상에서 EU의 “내부자거래지침”의 제2차내부자에 부합되는데 중국의 “증권법”상 제2차내부자는 불법적으로 내부정보를 취득한 인원에만 해당되지만 “임시방법”중에서 규정한 제2차내부자는 EU의 “내부자거래지침”에서 규정과 비슷하다. 즉 불법적으로 내부정보를 취득한 인원 이외에 기타 수단으로 내부정보를 취득한 제1차내부자 이외의 기타 인원들도 포함시키고 있다.

이외, “임시방법”의 규정에 의하면 발행인은 내부자거래를 행할 수 없다고 하였고 중국 “증권법”에서는 발행인이 내부자거래의 행위주체로서의 자격을 삭제하였다. 이론상 발행인이 내부자거래의 행위주체로 되는 것은 중국에서 발생할 수 없는

문제인데 그 이유는 중국 “회사법”에서 회사는 회사자본의 감소로 인하여 주식을 소각하거나 자기회사주식을 소유하여 기타 회사와 합병하는 경우 이외에는 자기회사의 주식을 인수할 수 없다고 규정하였기 때문이다. 그러나 실무상 상장회사에서 내부정보를 이용하여 자신의 주식을 조작하는 것은 공개된 비밀과도 마찬가지로이다. 예컨대 장가계여행회사사건¹²⁸ 등이다.¹²⁹

또한 앞서 소개한 중국 현행 “증권법”의 새로운 수정안에서 내부자의 범위에 대하여 중국 현행 “증권법” 제74조를 바탕으로 내부자의 범위에 1) 발행인 자체, 2) 발행인이 지배하고 있거나 실질적으로 지배하고 있는 회사 및 그 고급관리인원, 3) 회사에서 담당하고 있는 직무, 및 회사업무상의 거래로 인하여 내부정보를 취득할 수 있는 인원, 4) 상장회사의 인수인, 중대한 자산거래의 쌍방 및 그 지배주주와 실제지배인, 고급관리인원, 5) 법정직책으로 내부정보를 획득할 수 있는 주관부서, 감독기관의 임직원 등을 추가하였다. 당해 수정안은 아직 통과되지는 않았지만 만약 앞으로 실행되기 시작하면 내부자를 인정함에 있어서 보다 엄격하고 확실한 기준을 마련해주게 된다.

3. 내부정보

내부정보의 정의와 범위에 대한 여러 나라의 규정은 서로 상이하다. 중국 “증권법”에서는 거래 중 회사의 경영, 재무 또는 해당 회사증권의 시장가격에

128 사건개요 : 1996 년 9 월 2 일부터 11 월 18 일 사이에, 장가계여행개발회사는 장사계열사에서 개통한 15 개의 계좌(그중 하나만 회사명의로 되었고 기타 14 개는 개인의 명의로 되었다.)로 자기회사의 주식 2128883 주를 매수하여 총 4150 만 위안의 자금을 유용하게 되었고 1996 년 11 월 22 일, 회사 이사회결의가 공시되기 전에 자사주 143.2 만주를 매도하여 1180.5 만 위안의 이익을 취득하였다. 이에 대하여 증감회에서는 “임시방법” 제 3 조의 규정을 위반하여 내부자거래로 인정하여 장가계회사에 경고와 200 만 위안의 벌금처벌을 내리고 회사의 이사장, 총경리, 부총경리에게 각각 경고와 5 만 위안의 벌금처벌을 내렸다.

129 王小丽, 内幕交易新动向及法律规制研究[J]. 浙江金融, 2011 (10), 81-82.

중대한 영향을 끼칠 수 있는 미공개된 정보를 내부정보라 하여 실무상 불명확하다는 비판을 받고 있다.¹³⁰

(1) 중국 “증권법”에서 규정한 내부정보의 범위

중국 “증권법”에서는 내부정보의 범위에 대하여 명확히 규정한 바가 있다. 중국에서 내부정보라 함은 “증권법” 제67조 제2항에서 다음과 같이 규정하고 있다. 회사의 경영지침과 경영범위에 중대한 변화가 발생하거나; 중대한 투자행위와 중대한 재산의 구매결의; 중요한 계약을 체결하여 회사의 자산, 부채, 권익과 경영성과에 중대한 영향을 일으킬 수 있는 것; 회사에서 중대한 채무와 기한이 만료된 미상환 중대 채무의 위약상황 및 회사에서 중대한 결손이나 중대한 손실이 발생하는 등 열두 가지이다. 이는 모두 회사에 관련된 중요한 문제로서 주주의 이익에 직접적 또는 간접적인 영향을 일으킬 수 있기에 이런 경우를 내부정보에 포함시키는 것은 당연한 것이다. 이외, 회사의 자본금증가계획 혹은 주주배당의 변화; 주주의 중대한 권리구조에 발생하는 변화; 중대한 채무의 담보변화 등은 모두 내부정보에 속한다.¹³¹ “증권법” 제75조에서는 또한 회사경영의 주요한 자산의 저당, 매각, 또는 한 번에 해당 자산의 30%이상을 소각하거나, 상장회사의 인수방안 및 회사 고급관리인들의 행위가 법적으로 중대한 배상책임을 부담할 수 있는 경우도 내부정보에 속한다고 하였다. 아직 심사중인 새로운 “증권법”의 수정안은 이를 바탕으로 주가에 영향을 줄 수 있는 관련 정보와 채권가격에 영향 줄 수 있는 가능성이 있는 관련 정보도 내부정보의 범주에 포함시키고 있었다. 이런 정보들을 내부정보로 규정하는 것은 다음과 같은 원인들이 있는데 첫째, 해당 정보들은 모두 증권의 가격에 영향되고 내부거래자는 증권가격의 증가와 감소를 통하여 이익을 도모할 수 있다. 두 번째 원인은 회사의 경영과 재무에 연관되는 당해 내부정보들은 주요하게 기업 또는 회사와 연관되는 내부의 정보에 제한한 되었기 때문이다. 세 번째 원인은 당해 내부정보들은 주주가 해당 합법적인 권익을

130 吴弘. 证券法教程[M]. 北京大学出版社, 2010, 76.

131 胡光志. 内幕交易及其法律控制研究[M]. 法律出版社, 2002, 98-99.

실현하는데 저해하기 때문이다. 즉 이로부터 중국에서 내부정보에 대한 판단은 일반적으로 미공개성, 중대성과 직접적인 연관성 등 세 가지 특징을 가지고 있다는 점을 알 수 있다.¹³²

(2) 미공개성

미공개성은 내부정보를 인정함에 있어서 가장 중요한 기준이다. 내부정보를 내부정보라고 하는 원인은 근본적으로 정보가 미공개 되었기 때문이다. 한 정보가 내부정보에 해당되는지 여부를 판단함에 있어서 미공개여부는 그 전제로 되고 있다. 실무상 정보의 미공개성에 대하여 두 가지 기준이 있는데 하나는 형식상의 공개 즉 정식적인 미디어나 장소를 통하여 정보를 공시하는 것, 다른 하나는 실질적인 공개 즉 시장에서 정보를 소화하는 것을 가리킨다.¹³³

형식상의 공개와 실질적인 공개의 판단기준에도 차이점이 존재하는데 전자는 정식으로 대중들에게 고지하는 것이고 후자는 시장에 일정한 정보 공유시간을 남겨두어야 한다는 것이다. 그러나 이런 공유시간에 대하여서 여러 나라들은 상이하게 규정하고 있는데 중국은 아직 이에 대한 명확한 규정이 없다.

(3) 중대성

내부정보가 중대성 요건을 만족시켜야 하는지 여부에 대한 여러 나라의 입법은 다양한 모습을 띄고 있다. 일부 나라들은 내부정보의 중대성에 대하여 개괄적으로 규정하고 있지만 일부 나라들은 열거하는 방법으로 규정하고 있다. 중국의 “증권법”에서는 개괄적인 방법과 열거하는 방법을 결합하여 규정하고 있다. 현행 “증권법” 제67조와 제75조의 규정에서는 먼저 내부정보에 대하여 개괄적인 규정을 하고 다시 이에 근거하여 열거를 진행하였다. 중국에서 내부정보의 중대성여부는

132 李佳穗. 完善中国资本市场法制探析[J]. 中国证券期货, 2012(6), 16.

133 영미국가를 대표로 하는 입법에서 이런 기준을 비교적 중시하고 있다. 즉 형식상으로 공시한 정보가 시장에 흡수하고 소화하여야만 법률상의 공시를 구성할 수 있다고 인정한다.

해당 정보가 회사의 증권가격에 중대한 영향을 일으킬 수 있는지 여부로 판단하고 있다.

(4) 직접적인 연관성

직접적인 연관성이란 해당 정보가 관련회사나 증권시장관리서비스부서에 의하여 장악되어 공개되기 전까지는 전술한 행위주체에서만 알 수 있는 특성을 가리킨다. 때문에 거래시장 중의 각종 증권분석과 전문적인 자문을 통하여 종합적으로 판단하는 방법으로 얻은 정보는 내부정보의 직접적인 연관성이 없기에 내부정보라고 할 수 없다. 즉 분석, 종합, 예측의 방법으로 얻은 정보는 내부정보와 극히 유사하지만 양자 사이에 직접적인 연관성이 없다면 주가에 중대한 영향을 일으켜도 내부자거래로 인정할 수 없다. 예컨대 란토펜사건¹³⁴에서 비록 류미위가 분석으로 얻은 정보가 란토펜주식회사의 진실한 정보와 극히 일치하지만 해당 정보는 내부적으로 얻거나 불법적인 경로로 획득한 정보가 아니므로 중대한 내부정보로 인정되지 않았다.

4. 금지대상 행위

내부자거래의 금지대상 행위란 내부정보를 알게 된 자가 실행하는 불법거래활동을 가리킨다. 중국 “증권법” 제73조의 규정에 의하면 “내부정보를 알고 있는 자와 불법적으로 내부정보를 취득한 자가 내부정보를 이용하여 거래를 행하는

134 란토펜사건 사실관계: 란토펜주식은 1996년 5월에 상해거래소에서 상장하였다. 2001년 11월, 류미위는 <금융내참>에서 600자의 단편 문장을 발표하여 <즉시 란토펜주식에 대한 대출을 중지하여야 한다>고 하였는데 이에 대하여 류미위는 “아주 우연한 상황에서 란토펜을 선택하게 되었고 란토펜에 대한 분석연구는 란토펜주식의 주식모집설명서와 2001년 종기까지의 재무보고서 등 회사공개자료에 근거하였으며 내부자료는 하나도 없었다”라고 주장하였다. 이후 란토펜의 자금흐름이 끊기게 되고 2002년 1월, 허위재무정보를 제공하는 혐의로 회사대표 등 10명의 고층관리인원들은 소환되어 조수를 받게 되었다. 2002년 3월, 회사에서는 특별결의를 통하여 주식의 약칭을 “ST 상태”로 변경하였고 2002년 5월, 연속 3년의 결손으로 상장이 중지되었다.

것을 금지한다.”라고 하였다. 이런 정의에 의하면 행위인 부당한 이익을 추구하는 동기가 없고 내부정보임을 몰랐다면 면책될 수 있다는 것을 알 수 있다. 법에 따르면 내부정보의 금지대상 행위를 세 가지로 분류할 수 있다.¹³⁵

(1) 행위주체가 관련 내부정보를 알게 되고 해당 내부정보를 이용하여 관련 증권을 거래하는 행위. 이는 내부자거래의 가장 주요한 형태이자 행위인의 가장 직접적인 이익취득방식이다. 그 중 직접적인 거래와 간접적인 거래 두 가지 경우가 포함되는데 직접거래란 내부자거래의 행위주체가 자기의 명의, 계좌, 자금으로 “직접”거래에 참여하는 것을 가리키고 간접거래란 타인의 명의를 빌려 거래하거나 타인의 증권계좌를 차용하여 거래를 실행하는 것을 가리키는데 예컨대 친척, 친구 혹은 기타인의 명의로 거래하는 경우이다. 여기에서 명확하여야 하는 것은 내부자거래 중 행위인이 거래를 한 증권은 내부정보의 영향을 받을 가능성이 있는 증권이다. 예를 들어 모 변호사가 갑 회사의 내부정보를 알게 되었는데 그가 내부정보를 알게 된 기간에 갑 회사와 아무런 연관이 없는 을 회사의 주식을 거래하였다면 비록 그가 내부정보를 아는 자이지만 이런 거래는 내부자거래에 속하지 않는다.

(2) 행위주체가 내부정보를 타인에게 누설하는 행위. 이런 행위를 내부자거래행위로 금지하는 것은 필연적인 것이다. 왜냐하면 내부정보를 누설하는 경우 그 결과는 결국 정보를 알게 된 소수인이 당해 내부정보를 이용하여 거래를 행하여 부당한 이익을 취득하게 되고 이런 경우 정보를 누설한 자는 일반적으로 직접적 또는 간접적으로 부당이익을 취득할 수 있기 때문이다. 또한 이런 경우 정보의 수령자가 당해 정보를 “이용”하는 것을 요구하지 않고 적극적으로 또는 의식적으로 거래의 발생을 촉진하는 주관적인 의지만 요구하고 있다.

(3) 행위주체가 내부정보를 알게 되고 당해 정보에 근거하여 타인에게 당해 증권을 거래하도록 권유하는 행위. 행위인이 직접 거래에 참여하지 않고 타인에게 직접 당해 내부정보의 내용을 전달하지 않으며 단지 자신이 알고 있는 정보를 이용하여 타인에게 당해 내부정보가 영향 줄 수 있는 증권을 거래하도록 권유하는 행위를 가리킨다. 이런 경우 피 권유자가 당해 내부정보를 아는 것을 요구하지는

135 중국 “증권법” 제 73 조 참조.

않지만 피 권유자가 실질적으로 관련 증권을 거래하는 것을 필요한 요건으로 하고 있다. 이런 행위가 초래하는 결과도 소수인이 이득을 취득하는 것기에 전술 행위와 함께 금지하여야 하여 내부자거래행위에 포함되어야 한다.

전술한 세 가지 금지대상 행위는 비록 같은 조문에서 규정하고 있지만 규율대상이 모두 다르다. 이는 중국 조문상의 모순으로 기인한 것인데 “증권법” 제73조에서는 명확히 내부인원이 내부정보를 이용하여야만 내부자거래를 구성한다고 하였지만 제76조에서는 “매매, 누설, 권유”등 세가지 행위방식을 열거하고 있을 뿐 “이용”하는 기준이 없다. 이런 상황에서 두 조문을 어떻게 구체적으로 적용하여야 하는지가 논의되고 있다. 이에 대하여 명확한 정의가 없다.

136

최근 몇년간 증감회에서 내부자거래 행위에 대한 태도는 “이용”하는 요소가 필요 없다는 관점이다. 이런 관점은 증감회는 행정기관으로써 행정처벌을 내리는 목적은 행정기관의 행정관리효율을 제고하는데 있기에 내부자의 주관적인 측면을 요구하지 않고 객관적인 기준으로 내부자거래를 인정하기 때문이다. 이런 관점은 불합리한 부분도 존재하지만 중국 증권시장과 같이 내부자거래가 성행하는 시장에서 내부자거래행위의 제재에 반드시 행위인이 내부정보를 “이용”하였다는 것을 요구하게 되면 불리할 수밖에 없다.

예컨대 2006년 땡썬사건에서 료녕중기의 일개 사원인 땡썬은 회사를 조사하러 온 인수인 측 인원들로부터 자신의 회사가 인수될 가능성이 있다는 정보에 입수하여 인터넷검색 등의 방법으로 인수인들의 신분정보를 확인하여 인수측이 제리회사임을 파악하고 제리회사의 주식을 대량으로 매수하여 회사가 인수된 후 주가 폭등한 후 보유주식을 매도하였다. 이때 땡썬의 행위에 대하여 내부자거래의 행위주체에 해당되는지 여부 내부정보를 보유하였는지 여부와 이용하였는지 여부가 문제된다. 이 사건에서 땡썬은 내부정보를 이용하지 않았다고 주장하였으나 “이용”여부는 상대적인 개념이기에 행위인의 주관적인 생각에 지나지 않는다. 증감회에서 행위인의 주관적인 생각을 입증하는 것은 매우 어려운 일이다. 따라서

136 중국 “증권법” 제 76 조 참조.

이 사건에서 평원이 내부정보를 이용하고 내부정보가 공개되기 전에 증권을 거래하였기에 그의 항변이유가 어떻든 평원이 내부정보를 이용하였다고 추정하였다.¹³⁷

한국의 경우도 법적으로 내부자가 미공개중요정보를 직접 이용하여 거래하는 행위를 금지하고 있다. 따라서 내부자가 해당 미공개정보를 알고는 있었지만, 매매 그 밖의 거래에 해당 정보를 “이용하여” 거래하지 않았다면 내부자거래에 해당되지 않는다.¹³⁸ 미공개정보이용행위로 처벌하기 위해서는 단순히 미공개정보를 “보유”하고 있는 상태에서 증권의 거래를 한 것만으로는 부족하고 그것을 “이용”하여 증권의 거래를 했어야 한다. 법원은 이에 대해 다음과 같이 판시하였다.¹³⁹

“증권거래법” 제188조의2 제1항은 유가증권의 거래 및 기타 거래와 관련하여 미공개중요정보를 ‘이용’하는 행위를 금지하고 있기 때문에, 미공개정보 이용행위로 처벌하기 위해서는 단순히 미공개정보를 ‘보유’하고 있는 상태에서 유가증권의 거래를 한 것만으로는 부족하고, 그것을 ‘이용’하여 유가증권의 거래를 한 경우에는 특별한 사정이 없는 한 그것을 이용하여 유가증권 거래를 한 것으로 봄이 상당하고, 또한 유가증권 거래를 하게 된 다른 요인이 있더라도 미공개 내부정보를 이용한다는 것이 하나의 요인 된 경우에는 미공개정보를 이용하여 유가증권 거래를 한 것으로 인정할 수 있다.¹⁴⁰

그리고 거래의 다른 요인이 있었다고 하더라도 보유하고 있는 미공개중요정보가 거래의 한 원인으로 작용하였다면, 미공개중요정보를 “이용”한 것으로 판단하고 있다. 미국의 규칙 10b-5도 이런 관점과 크게 다르지 않다고 볼 수 있다. 중국의 “증권법”도 개정함에 있어서 이와 같은 관점을 참고하여 명확한 기준을 규정하여야 한다.

137 侯幼萍，论公司收购中内幕交易的认定及我国相关立法完善-对邓军等内幕交易行政处罚案的司考，甘肃社会科学，2010（4）.

138 임재연, 자본시장법상 불공정거래, 박영사(2014), 362 면.

139 서울중앙지방법원 2007.7.20 선고 2007 고합 159 판결.

140 유사판례: 서울동부지방법원 2011.12.30. 선고 2011 고합 221 판결.

5. 대상증권

중국 “증권법” 제76조의 규정에 의하면 “당해 회사의 증권을 거래하거나 타인에게 해당 증권을 거래하도록 권유하여서는 안 된다.”라고 하였는데 이는 규제대상의 유가증권의 범위를 내부자가 보유하고 있는 당해 회사 증권으로 제한하였다. 이는 범위상 과도적으로 협소하게 규정되었는데 이 점에서 한국의 규제대상 증권에 대한 개정법을 참고할 수가 있다. 현재 중국 “증권법” 제76조에서 규정한 대상증권은 한국 구 “증권거래법”의 규정과 비슷한데 구 “증권거래법” 제188조의2 제1항에서 “당해 법인이 발행한 유가증권의 거래, 및 기타 거래와 관련하여 그 정보를 이용하거나 다른 사람으로 하여금 이를 이용하게 하지 못한다”라고 규정하였다. 이에 당해 법인이 발행한 유가증권의 거래에서만 내부정보의 이용행위가 금지되어 있고 기타 법인이 발행한 유가증권의 거래에서는 허가된다. 그러나 그 후 규제범위를 계열회사의 주식과 경쟁회사의 주식 등 당해 법인과 관련되는 기타 법인이 발행한 유가증권거래까지 확대할 필요가 있어 한국은 2009년의 “자본시장통합법”에서 특정증권 등의 개념을 도입하여¹⁴¹ 해당 법인이 발행한 증권 외에 해당 법인의 증권을 기초자산으로 타인이 발행한 신종증권 및 법인의 주식과 밀접한 관련성이 있는 예탁증권 및 교환사채 채권을 적용대상증권으로 확대하였다.¹⁴² 이후 2013년 개정법은 상장법인의 개념에 “상장예정법인등”을 포함하여 이들 법인 등이 발행한 해당 특정증권 등까지 규제대상증권에 포함하도록 하였다. 상장예정법인등이란 6개월 이내에 상장하는 법인 또는 6개월 이내에 상장법인과 합의, 주식의 포괄적 교환, 그 밖에 대통령령으로 정하는 기업결합 방법에 따라 상장되는 효과가 있는 비상장법인을 말한다. 따라서 “상장예정법인등”에 해당하지 않는 비상장법인이 발생한 증권은 내부자거래 규제대상에서 제외된다. 미국의 경우 1934년법 제10조(b)나 규칙 10b-5에서 거래소 또는 NASDAQ의 상장증권 여부를 묻지 않고 있기 때문에 상장증권 이외의 증권도 내부자거래의 규제대상이 된다. 일본도 제한적이지만

141 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제 174 조 제 1 항을 참조.

142 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제 172 조 제 1 항을 참조.

금융상품거래법에서 유가증권 점두파생상품에 대해서 내부자거래를 금지하고 있다.¹⁴³

6. 인과관계

인과관계란 사실의 인정을 가리키는데 형법이론 중에서도 쟁점이 가장 큰 문제 중의 하나이다. 권리침해의 영역에서 권리침해자가 과도하게 엄격한 책임을 부담하는 것을 방지하기 위하여 인과관계는 귀책의 기초와 전제이다. 만약 행위인의 사회질서에 반하는 행위의 결과에 대하여 책임을 부담시키려면 행위와 결과 사이의 인과관계가 입증되어야 한다. 증권시장의 복잡다단한 현상들은 증권사기 인과관계를 입증하는 데 있어 복잡성을 내재하고 있다. 예컨대 1998년 상해푸둥법원에서 심사한 “사천홍광실업허위진술배상사건¹⁴⁴”에서, 해당 사건의 공개 후 증권시장은 논란에 휩싸였지만, 일반적인 예상과는 달리 당시 법원은 원고의 주식분쟁사건이 법원의 심사범위에 해당되지 않고 원고의 손해와 피고의 위법행위사이에 필연적인 인과관계가 없다는 이유로 원고의 기소를 각하하였다. 당해 결과가 발표된 후 학계와 실무계에서 큰 논쟁을 불러일으켰는데 이로부터 증권사기행위와 그 위해성 결과 사이의 인과관계를 분석하고 입증책임의 부담을 명확히 하는 것은 중국에서 증권사기 사건을 처리함에 있어서의 중요한 과제로 되었다.

143 김정수, 내부자거래와 시장질서교란행위, SFL 그룹(2016년), 236면.

144 사건개요: 1997년 청두홍광회사에서는 제품의 판매를 위조하고 분식회계등의 방식으로 상장자격을 얻게 된후 연속 2년동안 부실보고서를 공시하여 증감회에서 이에 대해 엄격히 처벌하였다. 1998년 12월, 개인 투자자 강 모씨는 홍광실업을 상대로 기소하여 피고의 허위진술로 잘못된 투자결정을 내리게 된 후 홍광회사와 기타 피고인의 규정위반행위로 주가가 하락하여 강 모씨가 3136.5 위안의 손해를 받게 되었기에 국태증권회사(상장추천인), 홍광회사이사장 하 모씨등 24명의 피고에게 3136.5 위안의 손해를 배상하도록 주장하였다. 이에 법원은 심사와 토론을 거친 후 강 모씨의 손실은 피고들의 규정위반행위와 필연적인 인과관계가 없지에 강 모씨가 주장하는 주식분쟁사건은 법원의 수안범위에 속하지 않기에 강 모씨의 기소를 각하한다고 결정하였다.

내부자거래에서의 구체적인 상황을 살펴보면 내부자거래 중 피해자는 보편적으로 당해 손해와 내부자거래 사이에 인과관계가 존재한다는 것을 입증하기 어렵다. 이에 다수 나라들은 내부자거래의 민사책임인과관계에 대하여 신의추정이론을 적용하고 있다.¹⁴⁵ 즉 이런 이론에 의하면 원고는 투자자가 신뢰관계로부터 증권거래를 진행하여 손실을 받았다는 것을 증명할 필요가 없고 단지 피고가 원고의 이성적인 투자판단에 영향을 주었고 손해가 발생하였다는 것을 증명하면 된다. 즉 손해와 내부자거래 사이에 인과관계가 있다고 추정하는 것인데 입증책임 상 입증책임의 전환으로 표현된다. 입증책임의 전환은 중국의 일부 특수한 권리침해 소송 중에서 사용되고 있지만 최고인민법원에서 제정한 “민사소송증거에 관한 몇 가지 규정”에서 열거한 입증책임전환을 적용하는 경우에 내부자거래가 포함되지 않았고 “증권법”에서도 입증책임의 전환에 대하여 규정하고 있지 않다. “침권책임법(侵權責任法)”중 특수한 권리침해사건에 대하여 입증책임의 전환을 실시하는 법적근거는 원고가 인과관계를 증명함에 있어서 힘들기 때문에 공정원칙의 이념으로부터 출발하여 일부의 입증책임을 우월한 지위에 있는 피고에게 전환하는데 있다.¹⁴⁶ 마찬가지로 중국 “증권법”의 취지도 중소투자자들의 이익을 보호하는데 있는데 중소투자자들은 상장회사에 비하여 열등한 지위에 있기에 입증이 어려울 수밖에 없다. 이에 내부자거래에서 입증책임의 전환을 실행하는 것은 “침권책임법”과 같은 법적원칙에 기초하고 있다. 그러나 중국의 “증권법”상 아직 명확히 입증책임의 전환을 규정하고 있지 않기에 투자자들의 이익을 보호함에 있어서 많이 부족하다.

이에 대하여 필자는 증권시장의 3대 금지행위중의 하나인 허위진술의 귀책원칙을 적용할 수 있다고 생각하는데 중국 최고인민법원에서 2002년 12월 26일부터 실시한 “증권시장에서 허위진술로 유발한 민사배상사건을 심사함에 있어서의 몇 가지 규정”에서는 허위진술 민사책임의 귀책원칙에서 엄격한 책임방식을 규정하였다. 당해 규정 제21조에서는 “발기인, 발행인 혹은 상장회사에서 허위진술로 투자자에게 손해를 조성하게 될 시 민사배상책임을

145 高如星, 王敏祥. 美国证券法[M]. 法律出版社, 2000, 76-77.

146 肖建国、包建华. 证明责任—事实判断的辅助方法[M]. 北京大学出版社, 2012, 99-100.

부담하여야 한다. 발행인, 상장회사에서 책임이 있는 이사, 감사와 경리 등 고급관리인원들은 전술한 손해에 연대배상책임을 부담한다. 단 무과실을 증명할 수 있다면 면책된다.”라고 규정하였는데 내부자거래의 배상사건도 이와 같은 규정으로 처리할 수 있다고 생각된다. 즉 입증책임의 합리적인 분배로 근본적으로 내부자거래의 위험을 차단하여 시장을 규제하고 투자자의 합법적 이익을 보호할 수 있도록 하여야 한다.¹⁴⁷

7. 규제기관

증권시장에 대한 중국의 규제방식은 주요하게 미국의 제도를 참고하고 있다. 즉 정부의 집중적인 규제를 위주로 하고 시장적인 자율체제를 보조적으로 하는 방식이다.¹⁴⁸ 중국은 1992년 10월에 국무원증권위원회와 증감회를 설립하여 증권시장의 규제업무를 수행하도록 하고 있다. 그 중 증감회는 증권위원회의 수권에 의하여 증권시장에 대한 구체적인 규제직책을 수행하게 되었다. 하지만 얼마 지나지 않은 1998년에 두 기관은 합병되면서 증감회가 중국의 증권분야에 대하여 규제를 실시하는 것으로 명확히 하였다. 같은 해 12월에 “증권법”을 제정하여 중국에서 정부가 주도하는 규제구조를 확정하였는데 이에 근거하면 증감회는 규제주체로서 전국에 파출기관¹⁴⁹을 설립하여 지방에 대하여 규제를 실행하여 수직적인 관리구조를 실시한다고 하였다. 2005년 수정한 “증권법”은 증감회에 상응한 집행권리를 부여하였다. 증권회의 본부는 북경에 설립하고 기관 내에 22개의 관련부서와 4개의 직속 사업단위를 설립하며 전국각지에 36개의 증감국을 설립하였다. 동시에 각 지방에는 상해, 심천에서와 같이 관련 감독지점도 따로 두었다.

147 위의 책 102 면 참조.

148 黄振中. 美国证券法上的民事责任与民事诉讼[M]. 法律出版社, 2003, 10.

149 파출기관(派出機構)란, 중국에서 국가행정기관이 법에 근거하여 일정한 구역내에 설립하여 해당 구역의 행정사무를 책임지는 하위 조직 기구를 의미한다.

이런 기관설치는 집중규제의 이념에 따라 합리적이라고 볼 수 있지만 실제 운영상 각 지방에서 내부자거래에 대하여 여러 부서가 동시에 관리하는 상황을 초래하게 되었다. 증감회의 여러 파출기관과 현지의 기타 규제기관 사이에는 필연적으로 이익분쟁이 발생할 것이고 이런 분쟁은 부서간의 협력체제에 약화시키게 된다. 이런 손해가 발생한다면 규제의 효과는 크게 타격을 받게 된다.

8. 소결론

전술한 구성요건에 대한 분석에 의하면 중국에서 내부자거래에 대한 규제에는 다음과 같은 문제점이 존재한다.

첫째, 법조문상의 정합성이 부족하다. 현재의 법조문의 규정을 살펴보면 상이한 법률간 또는 같은 법률 내에서도 동일한 사항에 대한 규정이 서로 상이하여 서로간 충돌되는 모습을 발견할 수 있다. 이는 법규를 이해함에 있어서 불명확할 뿐만 아니라 실무상에서도 여러 가지로 문제되고 있다. 예컨대 1) 중국 “증권법” 제73조에서는 명확히 내부인이 내부정보를 ‘이용’하여야만 내부자거래를 구성한다고 하였지만 같은 법 제76조에서는 ‘매매, 누설, 권유’ 세 가지 이용방식을 열거하고 있을 뿐 ‘이용’에 대한 구체적인 기준이 없다. 이런 상황에서 두 조문을 적용함에 있어서 논란이 되고 있는데 이에 대한 정의는 아직 마련되지 않고 다만 법원의 판단에 근거하여 처리되고 있다. 최근 몇 년 동안 증감회에서 내부자거래에 대한 태도에 의하면 ‘이용’하는 요소는 필요 없다는 관점인데 이런 관점은 증감회의 행정기관의 성질로부터 행정관리효율을 제고하는데 있다. 즉 내부자거래가 다발하는 시장에서 행위인이 반드시 내부정보를 ‘이용’하였음을 요구하게 되면 집행에 불리하게 되는 것이다. 2006년 평원사건에서는 내부정보를 보유하고 내부정보가 공개되기 전에 당해 증권을 거래하였으면 주관상의 항변사유가 어떻든 내부정보를 이용하였다고 추정하는 관점을 채택하고 있다. 2) 내부자거래의 입증책임상 피해자는 보편적으로 자신의 손해와 내부자거래 사이에 인과관계가 존재한다는 것을 증명하기 어렵다. 이에 입증책임 전환이 적용되어야 하는데 최고인민법원에서 제정한 “민사소송증거에 관한 몇 가지 규정”에서 열거한

입증책임의 전환을 적용하는 경우에는 내부자거래를 포함하고 있지 않고 “증권법”에서도 관련 규정이 없다. 그러나 증권사기행위의 다른 한 가지 방식인 허위진술행위에 대해서는 최고인민법원에서 2002년에 통과한 ‘증권시장에서 허위진술로 유발한 민사배상사건을 심사함에 있어서의 몇 가지 규정’에서는 허위진술 민사책임의 귀책원칙에 입증책임의 전환을 적용하고 있다. 그러나 이런 규정을 내부자거래에 유용할 수 있다는 법적근거가 없다. 3) 미공개정보이용거래죄와 내부자거래죄를 규정하고 있는 “형법” 제180조의 제4항에서는 미공개정보이용거래죄의 경우 내부자거래죄의 규정에 근거하여 처벌한다고 하였는데 미공개정보이용거래죄의 구성요건에는 미공개정보를 누설하는 행위가 없고 또한 내부자거래죄에는 법인 등의 단체의 범죄가 규정되어 있지만 미공개정보이용거래죄에는 이런 유형의 죄목이 규정되어 있지 않기에 주요한 책임자들에 대한 책임을 묻고 있다. 즉 이런 경우 미공개정보이용거래죄의 처벌은 내부자거래죄의 처벌보다 엄격하게 된다. 이런 법조문은 실제 적용함에 있어서 다소 혼란을 초래하게 된다. 때문에 내부자거래의 제재에 대한 통일적인 법률문서를 제정함이 필요하고 전술한 법조문의 충돌을 입법적인 방법으로 해결함이 요청된다.

둘째, 구성요건을 정의함에 있어서 범위가 좁다. 내부자거래의 구성요건에 대하여 중국 “증권법”에서는 먼저 정의하고 열거하는 방식을 취하고 있다. 그러나 이런 방식을 사용함에 있어서 내부자거래의 모든 경우를 포함하지 못하고 있어 실무상 내부자거래사건을 인정함에 있어서 논란이 되고 있다. 예컨대 내부자의 범위를 확정함에 있어서 중국 “증권법”에서는 발행인을 내부자거래의 행위주체에 포함시키지 않았지만 실무상 상장회사에서 내부정보를 이용하여 자신의 주식을 조작하는 경우가 보편적으로 존재하고 있기 때문이다. 이에 내부자, 내부정보 등에 대한 개념의 포섭범위를 확대하고 보다 엄격한 규제를 실시하여야 한다.

셋째, 감독관청의 독립성이 부족하고 집행권력이 약하다. 중국에서 증권시장에 대한 규제 방식은 미국의 제도를 참고하고 있어 법적으로 증감회에서 규제주체를 담당하고 있고 전국에 파출기관을 설립하여 지방에 대하여 규제하고 수직적인 관리구조를 실시하고 있다. 그러나 이런 기관설치는 각 지방에서 내부자거래에 대한 여러 부서가 동시에 관리하는 현상을 초래하게 되었다. 즉 파출기관과 현지

기타 규제기관 사이에 이익분쟁이 생기게 되고 이런 분쟁은 부서간의 협력체제에 손해를 주게 된다.

또한 2005년 “증권법”을 개정하면서 증감회에 일정한 집행권리를 부여하였지만 증감회는 본질상 행정기관이기 때문에 사법속성을 가지고 있지 않다. 즉 사건당사자에 대하여 강제력을 행할 권리가 없기에 수사와 증거수집의 효율을 제약하고 있다. 이에 미국의 경험을 본받아 증감회에 보다 많은 독립성과 보다 강력한 집행권력을 부여하여야 한다.

전술한 문제점들을 초래하게 되는 원인은 여러 가지이지만 대체적으로 가장 전형적인 두 가지의 예를 들 수 있는데 첫째는, 입법배경상 중국의 첫 “증권법”은 1989년으로부터 다년간의 발전과 더불어 증권시장에 거대한 변화가 생기고 있는 시기에 나타났는데 초안을 작성하는 데만 6년의 시간이 들었다. 그 동안 중앙정부는 증권시장의 발전변화의 수요를 충족시키기 위하여 250여건의 증권시장관리법규를 제정하였지만 모두 미봉책에 불과하여 체계가 완벽하지 못하고 현재까지도 정합성이 부족한 규제상황을 남겨두고 있다. 두 번째 원인은, 중국의 “증권법”은 제정함에 있어서 미국과 일본의 증권 법률을 모델로 하고 있는데 두 나라 자본시장의 발전 속도가 다르고 중국의 국정에 적응함에 있어서 적합하지 않는 부분이 생기기 마련이기 때문이다.¹⁵⁰

V. 중국에서 내부자거래에 대한 제재

1. 현행법에서의 제재방식

1.1 민사책임

¹⁵⁰ 胡光志. 内幕交易及其法律控制研究[M]. 北京大学出版社, 2002, 35.

중국에서 내부자거래에 대한 민사제재에 관하여 1998년에 반포한 첫 “증권법”에서는 명확한 규정을 내리지 못하였다. 민사배상의 제기와 배상금액, 배상 등의 규정이 통일되지 않아 2001년 9월, 최고인민법원에서는 “임시적으로 증권민사배상사건을 수리하지 않는데 관한 통지”를 발표하여 각 지방의 법원에서 증권시장 내부자거래의 민사배상사건을 접수하지 못하도록 요구하였다. 2005년 “증권법”을 수정하면서 제76조 제3항에 “내부자거래행위로 인하여 투자자가 손해를 보게 될 시 행위인은 법적으로 배상책임을 부담하여야 한다.”라고 규정함으로써 처음으로 내부자거래의 민사배상책임을 확정하였다. 그러나 내부자거래와 투자자들의 손해 사이에 인과관계가 존재하는지 여부를 입증하기 어렵고 설령 인과관계가 존재한다고 해도 실제 손해액이 얼마인지 확정하기 어려운 등 문제가 존재하기에 내부자거래의 민사배상을 실시하기에 많은 현실적인 부족점이 존재하고 있다. 또한 최고인민법원에서 허위진술 민사사건에 대하여만 관련된 절차성 규정을 내렸지만 내부자거래의 민사소송절차에는 규정을 내리지 않았다. 때문에 이는 내부자거래의 민사배상구제경로가 실질적으로 비어있는 상황을 초래하게 되었다.

1.2 행정책임

중국 “증권법” 제202조에서 내부자거래 행위인에 대한 행정책임을 규정하고 있는데 위법소득의 압수, 벌금, 경고 등이 포함된다. 내부정보를 알고 있는 자 또는 불법적으로 내부정보를 취득한 기타 인원들이 내부자거래를 행할 시 국무원증권감독관리기관에서 제정한 규정에 의하여 불법적으로 획득한 증권을 처리하고 불법소득을 압수하여야 하며 동시에 위법소득의 1배 이상 5배 이하의 벌금형을 적용한다. 불법소득이 없거나 불법소득이 3만 위안 이하일 시 3만 위안 이상 60만 위안 이하의 벌금을 적용한다. 법인 등의 단체에서 내부자거래를 행할 시 직접적인 책임을 부담하는 주요한 관리인원과 기타 직접적인 인원에게 경고를 적용하고 동시에 3만 위안 이상 30만 위안 이하의 벌금을 적용할 수 있다.

이외, 1997년 3월에 통과한 “증권시장 진출금지에 관한 임시규정”에 의하면 상장회사의 이사, 감사, 경리 및 기타 고급관리인원들이 행한 내부자거래에

대하여 행정처벌을 내리는 동시에 증감회에서는 경우에 따라 증권시장의 진입금지자로 인정할 수 있다. 증권시장의 진입금지자로 인정된 인원들은 진입금지자 인정일로부터 3년부터 10년 사이에 상장회사 및 관련 증권기관에서 고급관리직무를 담당할 수 없다. 경우가 엄중할 시 영구적으로 상장회사 및 관련 증권기관에서 고급관리직무를 담당할 수 없게 된다.

또한 증권감독관리기관의 직원들이 직무 담당 기간 내에 대량의 증권거래 내부정보를 알게 되어 내부자거래에 참여하면 기타 투자자들에게 보다 엄중한 영향을 일으키고 증권시장의 질서를 엄중히 저해할 수 있기에 “증권법”에서는 증권감독관리기관의 직인이 내부자거래에 참여할 시 보다 엄중하게 처벌해야 한다고 규정하고 있다.

당사자 증감회의 징벌결의에 불복할 시 법정규칙에 따라 행정심의를 신청할 수 있고 직접 인민법원에 소송을 제기할 수도 있다.¹⁵¹

1.3 형사책임

내부자거래를 실행하여 범죄를 구성할 시 법적으로 형사책임을 추궁하여야 한다. 최고인민검찰원,公安부에서 제정한 “경제범죄사건의 추소기준에 관한 규정”에서 내부자거래죄, 내부정보 누설죄의 추소기준을 명확히 하였는데 즉 내부자거래의 거래액이 20만 위안 이상이거나, 수차례 내부자거래를 행하고 내부정보를 누설하여 거래가격과 거래량에 이상적인 파동을 초래하여 악렬한 영향을 일으킨 경우라고 규정하였다. 중국 “형법” 제180조에서 양형기준과 처벌기준을 규정하였는데 “증권, 선물거래의 내부정보를 알고 있는 자 혹은 불법적으로 증권, 선물거래의 내부정보를 취득한 자는 증권의 발행, 증권, 선물거래에 관련된 또는 기타 증권, 선물거래의 가격에 중대한 영향을 일으킬 수 있는 정보가 공개되기 전에, 당해 증권을 매입하거나 매도, 또는 당해 내부정보와 연관되는 선물거래를 행하거나 당해 정보를 누설하거나 명시 혹은 묵시적인 방법으로 타인에게 전술한 거래를 행하도록 할 시 그 사실이 엄중한 경우 5년

151 중국 “증권법” 제 235 조.

이하의 유기징역 또는 단기징역에 처할 수 있고 동시에 위법소득의 1배 이상 5배 이상인 벌금을 적용할 수 있다. 사실이 특히 엄중한 경우 5년 이상 10년 이하의 유기징역에 처할 수 있고 동시에 불법소득의 1배 이상 5배 이하의 벌금을 적용할 수 있다.”라고 규정하였다.

2. 문제점 및 입법적 시사점

2.1 민사책임 및 손해배상액의 산정

2.1.1 손해배상범위를 확정

중국의 법조문을 살펴보면 내부자거래에 대한 민사책임보호는 “증권법” 제76조 제3항의 원칙적인 규정밖에 없고 당해 조문에서도 단지 투자자는 소송의 방식으로 손해문제를 해결할 수 있다고 서술하였을 뿐 기타 관련 조문으로 구체적인 실행성에 대하여 규정하지는 않았다. 특히 중소투자자들의 민사권익을 보장하는 법원의 관할, 배상주체, 손해기준, 인과관계 등 중요한 문제들에 대한 규정은 여전히 공백으로 남아있다. 이는 중소투자자들이 민사적 구제를 진행하는데 큰 장애를 남겨두었다.¹⁵²

2013년 8월 16일, “시스템 고장(fat finger)”으로 발생한 광대증권816사건 중에서 증감회는 당해 사건직후의 광대증권의 거래행위를 내부자거래로 인정하여 증감회의 처벌결정서에서 손해를 받은 투자자들은 법원에 손해배상소송을 제기할 수 있다고 판시하였다. 이에 각지의 손해를 받은 투자자들은 법원에 소송을 제기하였지만 내부자거래에 대한 배상소송은 법률상 명확한 규정이 없기 때문에 각 지방법원의 처리결과는 통일적인 모습을 보이지 못하였다. 심지어 일부 법원에서는 법적 근거가 없다는 이유로 입안 (立案) 을 하지 않거나 사건등기의견¹⁵³ 을 제출하지 않았다. 이런 문제의 발생원인은 현실적 실효성이

152 宋晓燕. 证券法律制度的经济分析[M]. 法律出版社, 2009, 85.

153 법원에서 사건이 접수된 후 심사를 거쳐 입안(立案)을 하지 않기로 결정한 사건에

있는 관련 법률규정이 없었기 때문에 내부자거래의 민사배상에 대한 구체적인 규정을 명확히 하여 투자자들의 합법적 권익이 침해되지 않도록 보호하여야 한다.

증권거래중의 내부자거래행위는 엄격한 의미에서 권리침해행위 범주에 속하는데 중국의 “침권책임법 (侵權責任法)”에 의하면 권리침해의 손해배상은 주로 전액배상원칙을 적용하고 있다. 즉 권리침해인이 침해행위로 인하여 피해자에게 초래한 전부의 손해에 대하여 배상하여야 하는 원칙이다.¹⁵⁴ 이런 원칙에 의하면 손해배상의 범위는 반드시 내부자거래의 피해자의 각도에서 출발하여 직접적인 경제손실과 간접적인 경제손실을 모두 내부자거래의 손해배상액 산정의 기준에 포함시켜야 한다. 즉 (1) 내부자거래의 민사배상청구인은 내부자거래행위로 인하여 초래한 투자차액의 손실; (2) 청구인이 내부자거래를 실행하기 위하여 지불한 실제비용; (3) 청구인이 민사배상소송을 제기하고 소송에 참여하기 위하여 지불한 비용; (4) 청구인이 내부자거래로 인하여 손해 받은 개인재산에 대한 기대 가능한 이익, 예컨대 은행이자 손실 등이다. 그러나 소송 전에 연속적으로 거래한 증권에 대하여서는 배상금액을 확정된 후 투자자가 연속거래에서 취득한 이익을 공제하여야 한다.¹⁵⁵

증권거래 행위주체의 특수성으로 인하여 내부자거래사건은 보통 직접 또는 간접적으로 규모가 거대한 일반투자자들의 합법적 권익을 침해하게 된다. 설령 내부자거래의 민사배상청구권 주체를 내부자거래가 실행되는 동시에 상반된 거래를 행하여 내부자거래로 인하여 합법적 권익을 침해 받은 선의의 투자자들로 제한하여도 매 투자자마다 실제로 발생한 직접 또는 간접적인 손실에 대하여 배상을 획득할 수 있도록 하면 이는 내부자거래사건의 피고인에게 과도한 배상책임을 부담하게 된다. 이에 권리침해손해배상의 또 다른 원칙 즉 공정원칙에 의하여 손해배상액을 확정하여야 한다. 즉 권리침해자와 피해자의 실제상황을 고려하여만 법률의 공평한 가치기준에 부합되는 구제금액을 확정할 수 있다.¹⁵⁶

대하여는 사건등기의견을 제출하여야 한다.

154 陈少勇, 内部控制与增强上市公司生命力问题研究[J]. 国际商务财会, 20108 (20), 32-33.

155 杨阳, 我国证券内幕交易规制制度研究[J]. 辽宁: 沈阳工业大学, 2010.

156 俱澎, 证券内幕交易法律制度研究[J]. 云南大学学报法学版, 2009(9), 72-73.

이에 대하여 기타 나라와 지역에서도 손해배상범위제도를 확립함에 있어서 배상의무인의 시점에 대해서 규정한 바가 있다. 예컨대 대만법에 의하면 내부자거래의 손해배상범위를 확정함에 있어서 내부자거래사건의 피고가 획득한 불법소득을 기준으로 손해배상범위를 확정하고 있다. 이는 중국법에 중요한 참고가치가 있는데 중국의 실례에 의하면 투자자들의 합법권익을 보다 완벽하게 보호하려면 손해배상범위를 확정함에 있어서 전액배상원칙을 위주로 하고 공평공정원칙을 보조로 하여 즉 원고가 피고의 내부자거래행위로 인하여 손해를 받은 투자차액손실, 증권거래를 실행하기 위하여 지불한 비용 및 민사소송을 제기하기 위하여 지불한 비용을 포함하여야 하지만 피고의 불법소득내에 제한되도록 규정하여야 한다.

2.1.2 손해배상액의 산정

내부자거래 사건에서 손해배상액의 산정은 내부자거래의 민사배상제도중의 난점이다. 왜냐하면 증권시장은 수시로 변화하는 상태에 처하여 있기에 내부자거래행위가 주가에 영향되는 동시에 국제형세의 변화, 국가정책의 변화, 업계의 변화 등 요소도 증권가격의 파동을 일으킬 수 있기 때문이다. 중국의 경우 이에 대한 명확한 규정이 없기에 미국을 위주로 하는 여러 나라와 지역에서 적용하고 있는 방법으로부터 참고하여야 된다고 생각된다.

미국법상 성문법의 방식으로 배상액의 계산방법이나 범위제한방법을 규정하고 있지 않지만 미국 사법상 이에 대하여 다음과 같은 여러 가지 계산방법을 적용한 적이 있다.¹⁵⁷

(1) 실제가치계산방법.

즉 피해자가 증권거래를 실행할 때의 가격과 당시 증권의 실제가치 사이의 차액을 배상액으로 하는 것이다. 그러나 이런 방법은 증권의 실제가치를 산정하기 어려운 문제가 발생하는데 이는 내부자거래기간에 당해 거래증권의 시장실제가치는 이론상에서 가설한 것이고 설령 전문가의 논증을 거친다고

157 黄振中. 美国证券法上的民事责任与民事诉讼[M]. 法律出版社, 2003, 71-73.

하여도 여전히 현실적이 되지 못한 가설에 지나치지 않기에 입증하기 어려운 문제를 초래한다.

(2) 실제유발원인계산방법(Effective incentive calculation method).

즉 내부자거래 행위인은 자신이 내부정보를 이용하여 거래를 실행하여 초래된 증권가격의 파동에만 제한하여 민사배상책임을 부담하고 그 외의 기타 요소로 인하여 초래한 증권가격파동에 대하여 책임을 부담하지 않는 것이다.¹⁵⁸ 이런 경우 기타 요소가 증권가격에 영향 주는 정도와 비율을 입증하기에 어려운 문제가 존재한다.

(3) 차액계산방법.

이런 방법은 증권거래시의 가격과 내부자거래가 적발된 후 일정한 합리적 기간 내의 증권가격의 차액을 배상액으로 규정하고 있다. 이와 같은 방법은 증권의 실제 가치에 대한 입증문제를 내부정보가 공개된 후 주식의 시장가격으로 대체하여 사용함에 있어서 보다 편리하다. 그러나 이런 방법도 부족한 점이 존재하고 있는데 예컨대 합리적인 기간을 확정하기 어렵고 내부정보 이외의 기타 요소도 정보가 공개된 후의 주가에 영향을 줄 수 있다는 점을 무시하는 등 문제점이다.¹⁵⁹ 대만법에서는 내부자거래를 행한 자에 대하여 정보가 공개되기 전에 당해 주식을 매입 또는 매도한 가격과 정보가 공개된 후 영업일 기준 10일 동안 마감가격의 평균가격의 차액의 범위에서 고의적으로 반대거래를 진행한 자에게 손해배상책임을 부담하도록 하였다. 이로부터 대만법에서도 차액계산방법을 사용하고 있음을 알 수 있다.¹⁶⁰

중국 증권시장의 실제 상황으로부터 볼 때, 차액계산방법은 비교적 합리적인 해결방법이다. 즉 일정한 계산공식을 확정하는 동시에 시장의 변화무쌍한 특징에 적응할 수 있고 실무상에서도 법원으로 하여금 사건의 구체적인 상황에 비추어 일정한 자유재량권이 있도록 하는 것이다. 그러나 이를 구체적으로 적용할 때

158 高如星, 王敏祥. 美国证券法[M]. 法律出版社, 2000, 170-171.

159 孙鹤鸣, 证券市场禁止内幕交易规则探析[J]. 金融教学与研究, 2012, 4 (5), 25.

160 胡越, 证券市场禁止内幕交易规则探析[J]. 天中学刊, 2013, 12 (23), 30.

반드시 중국 자본시장의 특수한 점을 감안하여야 하는데, 즉 증권가격에 영향 주는 장외요소가 많다는 점 등을 감안하여야 한다. 현재 중국의 실무상 일반적으로 내부정보의 공시일을 내부자거래 행위인이 이익을 취득한 근거로 하고 있는데 예컨대 황광유내부자거래사건 중, 법원에서는 공시일의 마감가격을 황광유가 이익을 취득한 근거로 한 것이 그것이다.¹⁶¹ 그러나 이런 적용방식의 문제점은 내부자거래 행위인이 내부자거래를 진행함에 있어서 보통 일정한 기간이 필요 하는데 단지 공시일의 마감가격을 계산 기준으로 하면 피해자의 실제손해를 합리적으로 계산하지 못하는 문제를 초래하게 된다. 때문에 대만법의 제도를 본받아 내부정보 공시일 이후의 연속적인 거래기간의 마감가격 평균치를 취하여 계산 기준으로 하여야 한다.¹⁶²

2.2 형사처분을 가중화

중국에서 내부자거래의 형사책임에 관한 법률을 부단히 개선하고 있지만 현재 중국의 감독관청에서 내부자거래에 대한 처벌은 행정처벌과 벌금을 위주로 하고 있는데 형사범죄에 입증한 사건은 극히 드물다.¹⁶³ 그러나 증권시장의 발전과 더불어 내부자거래 사건에 연루된 불법금액은 해마다 상승추세를 보이고 있고 거래의 수단도 보다 복잡하고 은폐성을 띄고 있기에 증권시장에서의 이런 거래를 보다 완벽히 규제하려면 반드시 엄격한 법적 제재를 강화하고 내부자거래에 대한 처벌을 가중하여 피해자들에게 가장 큰 범위 내에서의 구제할 수 있도록 하여야 한다.

현행 중국 “형법” 제180조에서 내부자거래에 대한 형사책임을 규정하고 있지만 벌금한도가 비교적 낮고 형벌기간이 짧은 등 문제점이 있는데 이에 대하여 부단히 개선하여야만 보다 효과적으로 내부자거래의 발생을 근절할 수 있다.¹⁶⁴

161 각주 100 을 참조.

162 张宗新, 杨怀杰, 内幕监管对中国的启示[J]. 当代经济, 2009, 25 (5), 81-82.

163 宋晓燕. 证券法律制度的经济分析[M]. 法律出版社, 2009, 143.

164 중국 “형법” 제 180 조 참조.

(1) 벌금액수의 상한을 상향조정하여야 한다. 현재 중국에서 내부자거래죄의 행위인에 대하여 불법소득의 1배 이상 5배 이하의 벌금을 처벌할 수 있도록 규정하고 있는데 우선 불법소득에 대하여 일부 위법자들은 내부자거래를 진행하여 일정한 손실을 회피하고 있다. 이런 제도 하에서 이 부분의 이득에 대하여 입증도 어렵거니와 배수로 벌금액을 결정하는 제도를 적용하기 어려워진다. 이런 경우 미국에서 1988년에 반포한 “내부자거래 및 증권사기규제법”에서는 내부자거래 행위인이 이득을 취득하였는지 여부를 막론하고 일괄적으로 벌금형을 선고할 수 있도록 규정하고 있다.¹⁶⁵ 또한 배수로 벌금액을 결정하는 제도의 범위를 확대하여 전체 재산 압수 등 제한 범위가 없는 벌금형으로 대체하여야 한다. 예컨대 중국법상 탐오죄(공금횡령죄), 수회죄(뇌물수수죄)등에 대하여 재산 압수를 적용할 수 있기에 내부자거래와 같은 재산형 범죄에도 이를 적용할 수 있다고 본다.

(2) 형벌기간을 높여야 한다. 앞서 논술한 중국 “형법” 제180조의 규정과 외국에서 내부자거래에 대한 형벌을 비교하면 중국의 형벌이 과도하게 가볍고 징역기간도 짧다는 것을 알 수 있다. 이는 내부자거래의 행위인들에게 법적처벌의 두려움에 따른 법규 준수를 기대하기 어렵게 한다. 예컨대 2010년 황광유사건에서 황광유는 2007년 4월부터 9월 사이에 타인을 지시하여 그가 지배하고 있는 82개의 계좌로 누적거래금액 14.15억 위안의 거래를 성사시켰고 3.09억 위안의 수익을 취득한 상황에서 법원은 황광유의 행위가 내부자거래를 구성하고 범죄사실이 극히 엄중하며 금액이 극히 거대하여 유기징역 9년을 선고하고 벌금 6억 위안을 선고하였다. 외국에서 이와 비슷한 경우 2009년 미국의 매도프사건을 예로 들 수 있는데 당해 사건에서 법원은 매도프에게 150년의 감금형과 1700억 달러의 벌금형을 선고하였다.¹⁶⁶ 두 사건을 비교하면 중국에서 내부자거래에 대한 처벌이외국보다 훨씬 가볍다는 것을 알 수 있다. 이에 형벌 기간을 연장하고 무기징역을 적용할 수 있도록 하는 등 조치를 취하여만 중국의 관련 법제도 보다 완벽히 정비할 수 있다.

165 高如星, 王敏祥. 美国证券法[M]. 法律出版社, 2000, 98.

166 卞耀武. 外国证券法译丛-美国证券交易法律[M]. 法律出版社, 1999, 269.

2.3 내부자거래의 민사배상을 형사부대민사소송의 범주에 포함

현재 중국에서 내부자거래로 인한 투자자의 손해에 대하여 형사부대민사소송을 제기할 수 없다. 최고인민법원의 47호 해석(2000) “형사부대민사소송범위에 관한 규정”에 의하면 “인신권리가 범죄침해를 받게 되어 물질적인 손해를 받거나 또는 범죄자가 재물을 훼손하여 물질적 손해를 받게 된 경우 부대민사소송을 제기할 수 있다. 피해자가 범죄행위로 인하여 받게 된 정신적 손해로 부대 민사소송을 제기한 경우 인민법원에서 접수하지 않는다.”라고 하였는데 이는 소송의 공정원칙과 소송효율의 제고에 불리하고 당사자의 권익을 보호하는데 불리한 원칙이다. 이에 필자는 내부자거래로 투자자에게 초래된 손해를 형사부대민사소송의 기본범주에 포함시켜야 한다고 판단하는데 이는 입증이 어려운 문제도 효과적으로 해결할 수 있기 때문이다. 왜냐하면 검찰기관, 공소기관 등은 내부자거래행위의 증거를 확보하면서 일반투자자들보다 훨씬 우월한 지위에 있기에 그들이 접근하기 어려운 구체적인 거래의 세부 사항을 알 수 있기 때문이다. 이에 이는 형사심사와 민사민사의 결합을 실현하고 소송의 효율적원칙과 경제적원칙에 부합된다.¹⁶⁷

VI. 중국 내부자거래 규제의 개선

1. 통합적인 내부자거래 규제체제의 구축

1.1 통합경영의 금융규제체제의 구축

167 杨峰. 证券民事责任制度比较研究[M]. 法律出版社, 2006, 63.

중국의 증권시장은 고속으로 발전하는 단계에 들어섰다. 증권시장은 증권업계에만 한정되는 것이 아니라 은행, 보험, 신탁, 기금 등 많은 금융업계와 연관되어있다. 내부자거래의 은폐성, 복잡성, 교차성의 등 특성상 내부자거래를 제재하려면 증권시장에만 초점을 둘 것이 아니라 여러 분야에서 동시에 규제를 실행하여 금융업의 곳곳에 파급되어야 한다.¹⁶⁸ 금융업계에서 금융서비스와 금융상품을 제공함에 있어 많은 경우에 서로 연관되어 있는데 구체적으로 구분하기 어렵기에 규제의 공백지대가 생기게 된다. 때문에 중국에서 증권시장 특히 내부자거래에 대한 규제는 증감회 하나의 부서의 능력과 권한으로는 더 이상 여러 업계에 대한 규제를 동시에 실행하기 어렵다. 이에 미국의 제도를 참고하여 설립한 분업규제방식 더 이상 중국의 금융시장의 발전에 적응할 수 없게 되었다. 중국에서 보다 강력하게 금융시장에 대한 규제를 실행하려면 현재의 분업규제방식을 변화시켜야 한다. 이에 통합경영의 규제방식을 시도해 볼 수 있는데 즉 국무원의 직권 하에 증감회, 은감회, 보감회 등 규제기관의 기능을 한 몸매 담을 수 있는 금융감독관청을 설립하여 금융업계에 대한 정부의 규제를 유지하는 전제하에 금융감독관청에 보다 넓은 수사와 처벌 등의 집행권한을 부여하고 전체 금융시장내에서 발생하는 임의의 위법행위에 대하여 모두 개입할 수 있는 권한을 부여하여야 한다. 이렇게 함으로써 금융업계의 변두리지대의 규제공백부분을 채워주고 금융위법행위 특히 내부자거래에 대한 제재를 강화하도록 하여야 한다.

1.2 통일적인 내부자거래 감독체제의 구축

금융시장에 대한 규제를 완벽화 하려면 통합적인 규제방식을 형성해야 할 뿐만 아니라 통일적인 법률체계로 제도적인 지지가 있어야 한다.

현재 중국의 내부자거래에 대한 규제는 “증권법”, “형법”, “민법통칙”, 최고인민법원과 최고인민검찰원의 사법해석 및 증감회의 지도성 문건에 분산되어 있다. 비록 규제의 내용은 많지만 이런 내용들은 집중적이지 못하고 법률,

168 吴启东, 中外证券内幕交易规制的比较研究[J]. 法制与社会. 2008(6), 281.

사법해석, 법규, 규장제도 등에 분산되어 있기에 규제함에 있어서 통일성과 집중성이 부족하다.¹⁶⁹ 또한 이런 규제의 내용들은 겉보기에 완벽한 듯하지만 실제로는 번잡하고 체계적이지 못하여 동일한 사항에 대하여 중복적으로 정의하는 경우가 존재하여 실무상 사건을 해결함에 있어서 불명확한 상황을 초래하게 된다. 때문에 중국에서는 전문적인 법률법규로 내부자거래를 규제함이 필요하다.¹⁷⁰ 즉 “반내부자거래법”을 제정하여 구체적으로 내부자거래의 정의, 구성요건, 구체적인 행위유형 및 항변사유, 책임부담 등 내용에 대하여 통일적으로 규정하여야 한다.

또한 내부자거래 제재에 관한 규정으로서 반드시 특별법을 제정하여 기타 법률, 법규, 규장 등 규범성 문건들의 제정은 반드시 이를 원칙으로 하고 이와 충돌하여서는 안 되며 각 부서에서 함부로 이에 대하여 해석하여서는 안 된다고 하여야 한다. 동시에 이는 중국에서 내부자거래를 제재하는 기본법으로 만들어 후속적인 집행관련규칙도 이를 토대로 하여 통일적으로 제정하여야 한다. 이는 중국에서 내부자거래에 대한 강력한 제재에 있어서 통일성과 우월적인 지위를 부여하여야 한다.

1.3 증권규제기관의 다양화된 집행권리의 실현

앞서 소개한 바와 같이 최근 내부자거래에 연루된 사건의 수는 많지 않은 듯하지만 실제 증권시장에서 내부자거래는 결코 적지 않다. 이런 차이가 생기는 원인은 증감회의 수사체제에 있다. 증감회는 중국의 유일한 내부자거래 수사기관으로서 금후 보조적인 금융감독관청이 성립된다고 하여도 내부자거래의 특성상 은폐성이 강하고 복잡하며 1대1인 거래를 위주로 하기에 거래에 관한 정보를 완벽히 파악하기 어렵게 될 것이다.

이런 상황에서 내부자거래를 제재하려면 감독관청의 감독을 강화하는 외에 정부 기타 부서들의 힘을 빌리는 것도 중요하다고 생각된다. 때문에 여러 부서들

169 위 논문 282 면 참조.

170 吴昉昱, 我国证券内幕交易主体之理论解读与归责构建[J]. 政治与法律, 2015(7), 51.

사이의 협력체제가 필요하다. 즉公安, 公商, 海關, 稅務, 商會, 證監會, 中央銀行 등 여러 부서들에서 협력하여 각자 직권 내에 존재하는 내부자거래에 관련되는 정보를 감독관청에 통보하여 감독관청에서 적시에 정보를 파악하여 수사를 실행할 수 있도록 함으로써 시간 상 증거수집에 유리하도록 하고 내부자거래 제재의 범위와 효과를 모두 현저하게 확대하여 사건효율을 제고하도록 하여야 한다. 또한 증권사 등 사회단체의 작용을 충분히 발휘하여야 하는데 증권사, 회계사무소, 변호사사무소 등 단체들은 여러 가지 정보의 연결고리로서 내부정보와 내부정보자에 대해 익숙하기에 이런 단체들의 수사협조적극성을 높여 소통체제를 형성함으로써 내부자거래혐의가 있는 거래를 발견할 시 해당 정보를 증감회에 적시에 전달할 수 있도록 하여야 한다. 이런 조치는 특성상 은폐성이 강한 내부자거래를 제재함에 있어서 큰 도움이 되고 이 또한 사회적 역량으로 내부자거래를 규제하는 현실적인 수요에 부합된다.

내부자거래에 대한 규제는 또한 EU의 지역협력규제방식을 참고하여 국제사회의 힘을 빌려 내부자거래에 대한 규제문제를 국제사회의 범위에 확대시킬 수 있다. ¹⁷¹ 우선 아시아태평양지역의 나라들 사이에서 협력체제를 설립하여 공동으로 내부자거래를 제재할 수 있다. 이에 대한 구조적 예상을 해보면 해당 협력 범위 내에서 내부자거래혐의가 있는 당사자는 구역 내에서 통보를 받게 되어 구역범위전체에서 증권거래활동을 금지하도록 할 수 있다. 이는 국제적인 범위에서 내부자거래에 대한 제재를 강화하고 주변의 국제투자환경을 개선하는데 의의가 있다.

앞서 소개한 바에 근거하면 내부자거래에 대한 수사사건수가 낮은 또 하나의 원인은 현재 감독관청의 수사수단과 처벌조치가 강력하지 못하다는 점이다. 중국의 감독관청은 속성상 행정기관으로써 사법속성을 가지고 있지 않기에 사건당사자에 대하여 강제적 조치를 취할 권한이 없기에 수사와 증거수집의 효율을 제약하고 있다. ¹⁷² 일반적인 상황에서 감독관청의 개입수사는 보통 사후감독의 경우로서 내부거래자들은 일반적으로 거래직후 관련 증거들을

¹⁷¹ 齐绍洲. 欧盟证券市场一体化[M]. 法律出版社, 2002, 199.

¹⁷² 위의 책 101 면 참조.

은닉하거나 소멸하기에 이에 대응하는 수사수단이 강력하지 못하다면 내부자거래에 대한 제재는 무력할 수밖에 없다. 이에 반드시 감독관청의 수사 및 증권수집권리를 강화하여 특히 통신기록, 거래명세표 등에 대한 수사 권리를 부여하도록 하고 설령 위와 같은 권리를 허락하지 않는다고 해도 감독관청과 사법기관의 협력수사체제를 설립하여 사법기관의 협조로 위 사항들이 위법내용에 관련 되는지 여부를 수사하도록 하여 감독관청에 답변하는 방식을 취하여야 한다.

이외, 중국의 감독관청인 증감회에서 관련 당사자가 연속 두 번 수사에 협조하지 않을 시 대응하는 방법은 단지 임시적인 증권 업무를 정지하는 처벌인 반면 미국의 경우 SEC는 이에 대하여 1000불 이하의 벌금 혹은 엄중할 시 사법기관에 이송하여 사법절차방해죄로 유기징역을 판시할 수 있다. 이런 규정은 SEC에서 수사 및 증거를 수집함에 있어서 방해를 받지 않도록 하고 있다.¹⁷³ 중국도 이런 점을 참고하여 미래의 감독관청에 보다 큰 권리를 부여하여 이런 권리의 실행을 입법적인 방법으로 실현할 수 있도록 하여야 한다.

종합적으로 논술했다면 중국에서 앞으로의 증권시장규제체제는 다원화된 형식으로 강력한 권력보장이 있는 감독관청에서 증권시장에 대한 규제를 위주로 하고 여러 관련 부서들의 협력을 강화하며 사회적인 힘을 중요한 보충으로 하는 규제방식을 취하여 한다.

2. 내부자거래에 대한 예방감시체제의 건립

2.1 내부자거래의 감시예방시스템을 구축

증권거래의 모든 단계의 정보를 보다 완벽하게 장악하게 위하여서는 반드시 증권거래를 전면적으로 감독할 수 있는 감시예방시스템을 구축하여야 한다. 이런 시스템은 증권거래소에 설치할 수 있는데 현재 중국의 거래소에서는 이미 이와 같은 시스템이 존재하고 있다. 그러나 이런 감시는 증권거래의 모든 단계에 파급되지 않았고 감시에 관련되는 제도설립이 완벽하지 못하다. 이에 이런

173 吴启东, 中外证券内幕交易规制的比较研究[J]. 法制与社会. 2008(6), 281.

시스템의 감시범위를 거래, 등기, 결산 및 상장회사와 증권회사의 모든 관련 정보에 확대시켜야 한다고 판단된다. 시스템 상으로 정보에 대하여 분류하고 적시에 신고를 하여 빠른 시간 내에 처리할 수 있게 함으로써 내부자거래, 시세조종 등 법률법규 위반행위와 중대한 이상거래행위에 대하여 실시간적으로 감시할 수 있도록 하여야 한다.¹⁷⁴ 투자자의 각도에서 증권시장에 계좌를 설립한 첫날부터 그와 관련된 모든 거래, 위탁 등 기록을 모두 감시범위에 포함되어 상장회사에서 중대정보를 공시하기 전에 주식거래이상이 발견된다면 시스템에서 자동적으로 신고할 수 있게 하여 감시인원들이 적시에 증거를 수집할 수 있도록 해야 한다.

2.2 주식가격 이상변동에 대한 심사체제의 구축

내부자거래 사건이 발생할 때 가장 직접적인 표현은 주식가격의 이상변동이기에 주식가격의 이상변동으로부터 내부자거래를 추적하는 것은 비교적 효과적인 방법이다.¹⁷⁵ 이에 주식가격 이상변동에 대한 심사와 합병심사를 결합하는 체제를 구축할 수 있는데 즉 삼 단계로 나뉘어 내부자거래를 제재할 수 있다. 첫 단계는 이상변동이 발견되는 즉시 수사를 진행하고 두 번째 단계는 사건접수 동시에 정지하고 세 번째 단계는 법률법규 위반사항이 발견되는 즉시에 종결하는 조치를 취하여 불법자들에게 위법기회를 주지 않는 것이다. 구체적으로 말하면 첫 단계에서의 이상변동은 주요하게 합병기간에 발생하는 주가를 상대로, 상해, 심천거래소에서 주권구조조정 등에 관련된 중요사항이 나타날 시 당해 주식거래를 정지하고 바로 거래 이상변동심사를 시작하는 것이다. 만약 수사 중에 내부자거래 혐의가 발견되면 증감회에서 당해 회사를 상대로 주권구조조정을 정지하도록 하고 적시에 정보를 공개하여 주의의무를 이행하도록 하여야 하며

174 王小丽, 内幕交易新动向及法律规制研究[J]. 浙江金融, 2011(10).

175 胡光志. 内幕交易及其法律控制研究[M]. 北京大学出版社, 2002, 120-125.

동시에 위법 정도에 따라 해당회사에 대하여 행정처벌 실행여부 또는 사법기관에 이송하여 형사책임추궁여부를 결정하여야 한다.¹⁷⁶

3. 상장회사의 정보공시제도와 사전등기체제의 개선

3.1 상장회사의 정보공시체제의 개선

상장회사의 정보공개가 적시에 정확하고 전면적이고 합법적으로 공개되었는지의 여부는 증권시장의 질서를 유지하는 중요한 평가기준이다. 정보공개제도의 완벽한 설립은 투자자들의 합법적 권익을 보호할 수 있을 뿐만 아니라 증권시장의 건강한 발전도 보장하게 된다. 현재 중국에서 상장회사에 대한 정보공시제도는 일차적으로 공개된 정보에 제한하여 심사, 확인을 하지만 동일한 사건의 전후에 공개한 사기성, 혼란성 정보에 대하여서는 효과적인 규제조치를 취하지 못하고 있다.¹⁷⁷ 이에 중국에서는 기존 제도를 바탕으로 사후사건발전의 추적감독을 결합하는 체제를 구축하여 최대한도의 범위에서 정보비대칭으로 인한 투자자들의 손해를 면하여야 한다.

3.2 내부정보자 사전등기제도의 정비

상장회사는 반드시 법률규정과 정관에 따라 설립되고 경영하여야 하는데 이는 상장회사에 대한 필수조건이다. 때문에 상장회사에서 당해 회사에 중대한 영향을 끼칠 수 있는 사항 또는 관련 당사자에 대하여는 사전등기제도를 마련하여 기록하여야 한다.¹⁷⁸ 또한 변호사사무소, 회계사사무소, 증권사 등 상장회사의 주식가격에 현저한 영향을 일으킬 수 있는 관련 인원들에 대해서도 사전등기를 하도록 하여야 한다. 동시에 위 사항들과 관련되는 국가공무원들도 규제의

176 위의 책 134 면 참조.

177 吴昉昱, 我国证券内幕交易主体之理论解读与归责构建[J]. 政治与法律, 2015(7), 51.

178 肖建国、包建华. 证明责任—事实判断的辅助方法[M]. 北京大学出版社, 2012, 155.

대상으로 열거되어야 하고 등기의 범위에 포함되어야 한다. 전술한 인원에 대한 등기상황에 대하여 상장회사는 적시에 당해 감독관청에 보고하여야 하고 사건등기기록으로 장기간 보존하여 증권감독관청에서 필요한 시기에 기록을 열람할 수 있도록 함으로써 내부자거래에 대하여 보다 효과적인 규제를 실행하도록 하여야 한다. 오로지 전면적으로 내부자거래의 각 절차에 관련되는 인원들에 대하여 규제를 실행하여야만 내부정보의 누설을 효과적으로 방지 할 수 있고 사건 발생 시 효과적으로 정보누설자를 확정하고 관련 책임을 추궁할 수 있게 된다.

참고 문헌

- 김건식, 송옥렬, 미국의 증권규제, 홍문사(2001).
- 김건식, 정순섭, 자본시장법(제 3 판), 두성사(2013).
- 김정수, 내부자거래와 시장질서교란행위, SFL 그룹(2016).
- 임재연, 자본시장법상 불공정거래, 박영사(2014).
- 손성, “내부자거래 규제에 관한 연구-자본시장통합법을 중심으로-” [상사법연구] 제 27 권 제 2 호(한국상사법학회, 2008).
- 김건식, 내부자거래 규제의 이론적 기초[J]. 증권학회지, 2001, 28(1): 149-179.
- 유진희, 미국법상 내부자거래의 규제[J]. 비교사법, 2002, 9(2): 419-449.
- 맹수석, 일본 금융상품거래법의 주요 내용과 자본시장통합법의 과제[J]. 기업법연구, 2008, 22(4).
- 박임출, 일본의 내부자거래 규제의 강화와 법적 시사점[J]. 증권법연구, 2014, 15(3).
- 김광록, 미국법상 내부자거래에 관한 규제 법리와 자본시장법[J]. 2009.
- 조인호, 내부정보를 이용한 내부자거래의 규제에 관한 소고[J]. 비교사법, 2006, 13(3).
- 허희영, 이영수, 우리나라 증권시장의 내부자거래 현황분석[J]. 산업과 경영, 1996, 3(1): 99-125.
- 杉浦宣彦, [金融商品取引法の現状と今後の課題], 금융법연구 제 8 권 제 1 호 (2011).
- 竹内昭夫 「インサイダー取引規制の強化(下)」 商法法務 1144 号(1988).
- 神田秀樹·黒沼悦郎·松尾直彦 『金融商品取引法コンメンタール<4>』, 商事法務 (2011) .
- Rüdiger Veil, European Capital Markets Law (2013).
- Bainbridge, Stephen(ed), Insider Trading (2011).
- Bainbridge, Stephen, Insider Trading Law and Policy (2014).
- Henry Manne, Insider trading and stock market (1966).
- Hopt, Klaus J. and Wymeersch, Eddy, European Insider Dealing (1991).
- Hazen, Thomas Lee, Fundamental of Securities Regulation (Revised 5th Edition) (2006).
- 刘俊海. 现代证券法[M]. 法律出版社, 2011.
- 吴弘. 证券法教程[M]. 北京大学出版社, 2010.
- 上海证券交易所. 证券交易制度: 监管约束下得创新与发展[M]. 上海人民出版社, 2013.

刘春长. 中国证券市场监管制度及其变迁研究[M]. 中国金融出版, 2010.

范健. 证券法[M]. 法律出版社, 2007.

齐绍洲. 欧盟证券市场一体化[M]. 武汉大学出版社, 2002.

宋晓燕. 证券法律制度的经济分析[M]. 法律出版社, 2009.

杨峰著. 证券民事责任制度比较研究[M]. 法律出版社, 2006.

高如星, 王敏祥. 美国证券法[M]. 法律出版社, 2000.

胡光志. 内幕交易及其法律控制研究[M]. 法律出版社, 2002.

廖大颖. 证券市场与股份制论[M]. 中国政法大学出版社, 2002.

陈洁. 证券欺诈侵权损害赔偿研究[M]. 北京大学出版社, 2002.

杨亮. 内幕交易论[M]. 北京大学出版社, 2001.

卞耀武. 外国证券法译丛-美国证券交易法律[M]. 法律出版社, 1999.

顾肖荣, 股票内幕交易认定中若干争议问题[J]. 政治与法治, 1994(2)

于莹, 内幕交易法律监管的正当性分析[J]. 当代法学, 2005(2).

杨柏, 信息不对称条件下的知情交易与市场操纵研究[J]. 商业研究, 2006(20).

张宗新, 杨怀杰, 内幕监管对中国的启示[J]. 当代经济, 2009, 25(5).

王小丽, 内幕交易新动向及法律规制研究[J]. 浙江金融, 2011(10).

何洋, 证券交易私权救济的法律探讨[J]. 法制与经济, 2014(2).

井涛, 英国规制内幕交易的新发展[J]. 环球法律评论, 2007(5).

冯殿美, 杜娟. 内幕交易、泄露内幕信息罪若干问题研究[J]. 法学论坛, 2006(2).

李佳穗. 完善中国资本市场法制探析[J]. 中国证券期货, 2012(6).

吴昉昱, 我国证券内幕交易主体之理论解读与归责构建[J]. 政治与法律, 2015(7).

吴启东, 中外证券内幕交易规制的比较研究[J]. 法制与社会, 2008(6).

Abstract

A Study on Legal Regulation of Insider Trading in China

- Focusing on the Proposal to Reform the Insider Trading Regulation -

LI XIANHUA

College of Law

The Graduate School

Seoul National University

Insider trading is the trading of a public company's stock or other securities by individuals with access to nonpublic information about the company. In various countries, some kinds of trading based on insider information are illegal. This is because it is seen as unfair to other investors who do not have access to the information, as the investor with insider information could potentially make far larger profits than a typical investor could not make.

Insider trading is a violation of the principle of fairness in the securities market and violates the right to obtain fair information by ordinary investors, which not only negatively affects the development of economy, but also causes serious damage to the base of the capital market. Furthermore, it can destroy the capital market of a country. Therefore, legal regulation of insider trading is necessary.

In the case of China, the securities market began on November 26, 1990, when the Shanghai Stock Exchange was established. It is relatively late than other countries, but Insider trading is still regulated through several laws and administrative regulations such as the "Criminal Law", "Securities Law", "Company Law", "Interim Provisions on the Management of the Issuing and

Trading of Stocks”.

However, according to the statistics of securities fraud case from 2005 to 2015 and the business report of 2016 published by China securities regulatory commission, the number of insider trading case is steadily increases. What's more, the scope of insider is steadily expanding and the means of transactions are diversifying. In light of this situation, it is the necessary to analyze the current regulations on insider trading in China, to find out the problems that exist in legal regulations, and to suggest a proposal to improve them. In this paper, I would study on the regulatory method and regulatory history in other countries where capital markets were more developed, and analyzed the difference between China and these countries to find the causes of these problems, so that I could raise a future direction to reform the insider trading regulation in China.

Keywords: Chinese law, insider trading, insider, capital market, comparative law

Student Number: 2015-22337